



BANCA CENTRALE EUROPEA

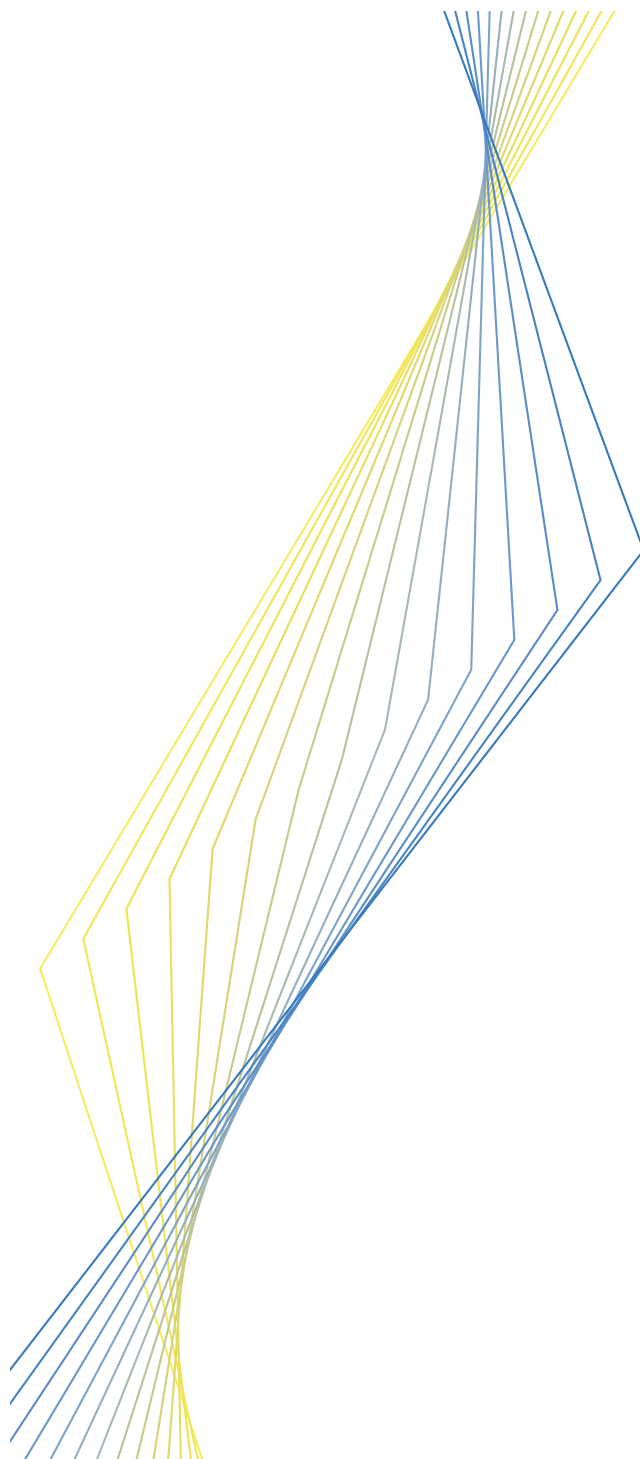
ECB EZB EKT BCE EKP

**BOLLETTINO
MENSILE**

Gennaio 1999



BANCA CENTRALE EUROPEA



**B O L L E T T I N O
M E N S I L E**

Gennaio 1999

© Banca Centrale Europea, 1999

Indirizzo	Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Germany
Indirizzo postale	Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main Germany
Telefono	+49 69 13440
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

Questo Bollettino è stato predisposto sotto la responsabilità del Comitato esecutivo della BCE.

Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

Tutti i diritti riservati.

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 7 gennaio 1999.

ISSN 1561-0136

Finito di stampare nel mese di gennaio 1999 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma.

Indice

Premessa	5
L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali (SEBC)	7
Editoriale	9
L'area dell'euro all'inizio della Terza fase	11
Evoluzione economica nell'area dell'euro	17
La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità	39
Statistiche dell'area dell'euro	1*
Cronologie delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	37*
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)	40*

Premessa

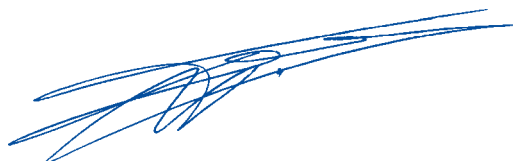
Il Bollettino mensile della Banca centrale europea (BCE), di cui questo è il primo numero, rappresenta uno dei principali canali attraverso i quali la BCE comunica, in forma scritta, con i cittadini. Nel Bollettino mensile la Banca fornirà una spiegazione delle decisioni di politica monetaria prese dal suo Consiglio direttivo. Attraverso un'analisi economica approfondita, si intende contribuire alla trasparenza della politica monetaria. La pubblicazione del Bollettino costituisce, pertanto, un sostegno indispensabile per un'efficace attuazione della politica monetaria unica da parte dell'"Eurosistema" (che comprende la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) degli undici Stati membri che hanno introdotto l'euro fin dall'inizio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria). Il Bollettino mensile sarà tradotto dalle BCN. La sua pubblicazione rappresenterà inoltre l'adempimento da parte della BCE dell'obbligo di pubblicare rapporti sulle attività del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) con frequenza almeno trimestrale (Articolo 15.1 dello Statuto del SEBC).

Anche se la struttura di questo primo numero del Bollettino mensile potrà essere ulteriormente sviluppata e migliorata, essa rappresenta un termine di riferimento per i numeri futuri. L'Editoriale riassumerà le considerazioni che stanno alla base delle decisioni di politica monetaria, qualunque sia la decisione del Consiglio direttivo della BCE in merito alla modifica dei tassi di interesse ufficiali, illustrandole dal punto di vista della strategia di

politica monetaria del SEBC, orientata alla stabilità. Tali considerazioni saranno ulteriormente analizzate nella parte sulla "Evoluzione economica nell'area dell'euro". Nella versione trimestrale del Bollettino - che sarà pubblicata in marzo, giugno, settembre e dicembre di ogni anno - questa parte sarà più estesa, e commenterà anche gli andamenti delle politiche fiscali. La terza rubrica fissa del Bollettino mensile riguarda le "Statistiche dell'area dell'euro", e conterrà un'ampia serie di tavole e di grafici atti a fornire importanti informazioni economiche sull'area dell'euro. Inoltre, il Bollettino mensile comprenderà una cronologia sia delle misure di politica monetaria sia degli atti giuridici della BCE, nonché informazioni sulle pubblicazioni della BCE. Pubblicheremo nel Bollettino mensile anche articoli su vari aspetti relativi alla definizione e alla conduzione della politica monetaria e su altre tematiche di interesse per la BCE. In particolare, saranno affrontate questioni di rilievo per la buona riuscita della politica monetaria unica e per la stabilità dell'euro, comprese tematiche quali l'evoluzione dei salari e del mercato del lavoro, le politiche fiscali e le rigidità strutturali. Saranno anche trattati altri temi connessi con l'attività di banca centrale.

Con l'impegno a fornire una informazione esauriente, intendiamo dimostrare che la BCE farà del suo meglio per adempiere al compito di mantenere la stabilità dei prezzi, a vantaggio di tutti i cittadini europei e per garantire che la fiducia nella loro nuova moneta è ben riposta.

Francoforte sul Meno, gennaio 1999



Willem F. Duisenberg
Presidente

L'Eurosistema e il Sistema europeo di banche centrali (SEBC)



Il Trattato che istituisce la Comunità europea e lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea attribuiscono al Sistema europeo di banche centrali (SEBC) diversi compiti, che devono essere svolti dalla Banca centrale europea (BCE) e dalle banche centrali nazionali (BCN). Per realizzare una maggiore trasparenza e consentire all'opinione pubblica una più agevole comprensione della struttura istituzionale assai complessa che svolge le funzioni di banca centrale in Europa, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di introdurre il termine "Eurosistema", quale espressione chiara e semplice che indica l'articolazione con cui il SEBC assolve i propri compiti fondamentali.

L'Eurosistema

L'Eurosistema comprende la BCE e le BCN degli Stati membri che hanno introdotto l'euro nella Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM). Dell'Eurosistema fanno parte attualmente 11 BCN (cfr. figura). Se e quando tutti e 15 gli Stati membri parteciperanno all'area dell'euro, il termine Eurosistema diverrà sinonimo di SEBC.

L'Eurosistema è diretto dal Consiglio direttivo e dal Comitato esecutivo della BCE.

Fanno parte del **Consiglio direttivo** tutti i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle BCN degli Stati membri che hanno introdotto l'euro.

Il **Comitato esecutivo** è composto dal Presidente,

dal Vice-presidente e da quattro altri membri nominati dai Capi di Stato o di Governo degli Stati membri che hanno introdotto l'euro.

Il Sistema europeo di banche centrali (SEBC)

Il SEBC è composto dalla BCE e dalle BCN di tutti e 15 gli Stati membri, cioè include, in aggiunta ai membri dell'Eurosistema, le BCN degli Stati membri che non hanno introdotto l'euro dall'avvio della Terza fase dell'UEM.

Il SEBC è diretto dal Consiglio direttivo e dal Comitato esecutivo della BCE, nonché dal Consiglio generale, quale terzo organo decisionale della BCE.

Il **Consiglio generale** comprende il Presidente, il Vice-presidente e i governatori di tutte e 15 le BCN.

L'Eurosistema, costituito dalla Banca centrale europea (BCE) e dalle banche centrali nazionali degli undici Stati membri della UE che hanno adottato l'euro il 1° gennaio 1999, ha assunto il compito di gestire la politica monetaria unica nell'area dell'euro. Il 22 dicembre 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato i tassi d'interesse della BCE da applicare nell'ambito del nuovo regime, e ha sottolineato di considerare tali tassi congrui per il prevedibile futuro. Si è ritenuto di attribuire particolare rilevanza a tale annuncio al fine di eliminare eventuali incertezze sull'orientamento della politica monetaria dell'Eurosistema all'inizio della Terza fase e per contribuire a realizzare, senza inconvenienti, la transizione all'Unione monetaria. Il 22 dicembre 1998, il Consiglio direttivo ha adottato, a tale riguardo, tre decisioni che sono state, poi, confermate il 7 gennaio 1999.

È stato, in primo luogo, deciso che le prime operazioni di rifinanziamento principale vengano effettuate mediante aste a tasso fisso, a un tasso del 3 per cento. Già all'inizio di dicembre, il Consiglio direttivo aveva ritenuto che tale valore fosse compatibile con l'obiettivo di assicurare, in un orizzonte di medio periodo, la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Le motivazioni sottostanti tale decisione sono riassunte qui di seguito e sono elaborate in maggior dettaglio nella sezione di questo Bollettino intitolata "L'evoluzione economica nell'area dell'euro".

In secondo luogo, il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale all'inizio della Terza fase — vale a dire il 1° gennaio 1999 — è stato fissato al 4,5 per cento, mentre quello sui depositi overnight presso le Banche centrali nazionali è stato fissato al 2 per cento. Il carattere asimmetrico del corridoio creato intorno al tasso di rifinanziamento principale sottolinea l'intenzione espressa dal Consiglio direttivo di continuare ad applicare, per il prevedibile futuro, un tasso di rifinanziamento principale del 3 per cento, tasso estremamente basso nel confronto con l'esperienza storica.

In terzo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di restringere temporaneamente a 50 punti base il corridoio tra i tassi d'interesse applicati ai due tipi di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, fissando a 3,25 per cento il tasso d'interesse sulle

operazioni di rifinanziamento marginale e a 2,75 per cento il tasso sui depositi overnight per il periodo che va dal 4 al 21 gennaio 1999. Tale misura ha lo scopo di facilitare, durante i primi giorni di vita dell'Unione monetaria, l'adattamento degli operatori al mercato monetario integrato dell'area dell'euro. Tuttavia, poiché mantenere questo corridoio stretto per un periodo di tempo prolungato potrebbe ostacolare lo sviluppo di un efficiente mercato monetario dell'area dell'euro, il Consiglio direttivo ha anche annunciato di voler porre fine a questa disposizione transitoria dopo la riunione che terrà il prossimo 21 gennaio.

Le decisioni relative ai livelli dei tassi d'interesse della BCE, cui si è fatto prima riferimento, sono state assunte in accordo con la strategia di politica monetaria in precedenza annunciata e che viene presentata in dettaglio in questo Bollettino nell'articolo intitolato "La strategia della politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità". Tale strategia si basa su di una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, secondo la quale un incremento annuo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) inferiore al 2 per cento può essere considerato compatibile con questo obiettivo principale della politica monetaria. Inoltre, la strategia, per realizzare tale obiettivo, poggia su due pilastri. Il primo assegna un ruolo di primo piano alla moneta, come si evince dall'annuncio di un valore di riferimento quantitativo del 4½ per cento per il tasso di crescita dell'aggregato monetario ampio M3, ritenuto compatibile con la stabilità dei prezzi. Il secondo consiste in una valutazione di ampio respiro delle prospettive future sia dell'andamento dei prezzi sia dei rischi per la loro stabilità, formulata utilizzando indicatori finanziari e altri indicatori economici.

Da quasi due anni, ormai, gli incrementi dello IAPC sono in linea con la definizione di stabilità dei prezzi fornita dall'Eurosistema. Nel novembre 1998, il tasso di crescita sui 12 mesi era pari allo 0,9 per cento. Per quanto riguarda le prospettive future, le variazioni dei prezzi sono influenzate dai fattori analizzati qui di seguito. Per quanto attiene alla crescita monetaria - il primo pilastro della strategia - si può osservare che, nel 1998, M3 ha registrato un andamento stabile. La media mobile trimestrale del tasso di crescita a 12 mesi di M3 fino a novembre 1998 si è attestata attorno al 4,7 per

cento - un tasso di espansione monetaria molto vicino al valore di riferimento del 4½ per cento.

Per quanto attiene agli altri indicatori economici - il secondo pilastro della strategia - gli indicatori finanziari confermano la tesi secondo cui gli operatori di mercato si aspettano che l'attuale clima di stabilità dei prezzi continui nel medio-lungo periodo. All'inizio della Terza fase, i tassi d'interesse nominali, a breve e a lungo termine, nell'area dell'euro hanno raggiunto livelli storicamente molto bassi; inoltre, i tassi d'interesse reali sono significativamente al di sotto delle loro medie di lungo periodo.

Per quanto attiene agli indicatori dell'economia reale nell'area dell'euro, sono molte le incertezze che, all'inizio della Terza fase, circondano le prospettive dell'economia mondiale. Tali incertezze hanno tendenzialmente prodotto un impatto negativo sul clima di fiducia delle imprese e hanno contribuito al delinearsi di un quadro meno ottimistico della crescita economica futura nell'area dell'euro. In tempi più recenti, è stata anche riscontrata una riduzione degli ordinativi e, in misura minore, del grado di utilizzo della capacità produttiva. Inoltre, la prima stima della crescita reale del PIL nel terzo trimestre del 1998 — effettuata dall'Eurostat — ha indicato un tasso del 2,4 per cento su base annua, che segue l'aumento del 3 per cento circa registrato nel primo semestre dello scorso anno. Tutto questo ha contribuito a rafforzare le aspettative di un rallentamento dell'attività economica nel breve termine.

Allo stesso tempo, tuttavia, l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori ha ripreso a crescere e, fino a settembre, l'incremento, su base annua, delle vendite al dettaglio è divenuto progressivamente più marcato. Inoltre, l'aumento dell'occupazione ha portato a un'ulteriore leggera riduzione del tasso di disoccupazione (dall'11 per cento dei mesi estivi al 10,8 per cento del novembre scorso). La crescita contenuta dei salari nel primo semestre del 1998 può aver contribuito al conseguimento di questo risultato; essa rappresenta, inoltre, un fattore importante nello spiegare il basso tasso di incremento dello IAPC. Un altro fattore chiave — sebbene, probabilmente, temporaneo — che ha contribuito a portare agli attuali livelli l'incremento dello IAPC è stato l'andamento decrescente dei prezzi dei prodotti energetici e di altre materie prime.

Nel complesso, l'evidenza suggerisce che, al momento, non vi sono segni di forti pressioni al rialzo o al ribasso dei prezzi. Ciò nonostante, è possibile individuare alcuni dei fattori che mettono in pericolo la stabilità dei prezzi. Per quanto riguarda le pressioni al ribasso, non si può escludere la possibilità che le ripercussioni negative sulla crescita economica nell'area dell'euro dei recenti sviluppi del contesto globale si rivelino ben più gravi di quanto non sia attualmente previsto. Questo potrebbe anche avere un ulteriore effetto di riduzione dei prezzi delle importazioni e dei prezzi interni. Per quanto attiene alle pressioni verso l'alto, rivendicazioni salariali superiori alla crescita della produttività del lavoro e un allentamento della politica fiscale nell'area dell'euro potrebbero costituire, in futuro, una fonte di rischio di inflazione. Nell'insieme, tuttavia, le prospettive sull'evoluzione dei prezzi nell'area dell'euro sembrano essere caratterizzate da un sostanziale equilibrio.

Sulla base di queste premesse, nella riunione del 7 gennaio 1999 il Consiglio direttivo ha confermato che un livello del 3 per cento per il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema dovrebbe consentire di preservare, nel prevedibile futuro, l'attuale clima di stabilità dei prezzi nell'area dell'euro rispettando, in tal modo, l'obiettivo principale dell'Eurosistema.

Come sottolineato anche nell'articolo "L'area dell'euro all'inizio della Terza fase" in questo Bollettino, l'area dell'euro gode, sotto molti aspetti, di una posizione iniziale favorevole, e la stabilità dei prezzi è uno di questi. Allo stesso tempo, l'evidenza sembra chiaramente suggerire che l'area dell'euro dovrà affrontare molte sfide di carattere strutturale, prima fra tutte quella di un'elevata disoccupazione. A tali sfide bisognerà rispondere adottando in altri campi della politica economica misure specifiche volte a favorire un aggiustamento strutturale; una risposta in tal senso è peraltro di vitale importanza se si vuole assicurare la stabilità dell'euro nel lungo periodo. Il contributo che la politica monetaria può dare è quello di garantire la stabilità dei prezzi e di generare nel mercato la fiducia che gli sforzi in tale direzione continueranno, creando, in tal modo, le condizioni necessarie perché si realizzi una crescita sostenuta e non inflazionistica della produzione e dell'occupazione.

L'area dell'euro all'inizio della Terza fase

L'avvio della politica monetaria unica dell'Eurosistema per l'area dell'euro ha segnato l'inizio di una nuova era nel processo di integrazione economica europea. Mentre importanti branche della politica economica, compresa la politica fiscale, rimarranno fondamentalmente di responsabilità degli 11 Stati membri partecipanti, la politica monetaria viene ora determinata al livello dell'area dell'euro. Nel prendere le decisioni di politica monetaria, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) si concentrerà esclusivamente sui dati economici dell'intera area dell'euro, piuttosto che su quelli nazionali, nel quadro della strategia di politica monetaria adottata alla fine del 1998 (cfr. "La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità" in questo Bollettino). Molte delle caratteristiche distintive dell'area dell'euro considerata come un tutto unico, quali la dimensione e il grado di apertura dell'economia e la sua struttura finanziaria, sono abbastanza diverse da quelle dei singoli Stati membri e dovrebbero essere più opportunamente confrontate con quelle di Stati Uniti e Giappone; esse dovranno essere tenute in debito conto al momento di condurre analisi economiche sull'area. Nell'intento di familiarizzare i cittadini con l'economia dell'area, il presente articolo ne analizza le caratteristiche essenziali. Esso descrive, inoltre, la situazione macroeconomica che si presenta all'inizio della Terza fase, in modo da fornire un punto di partenza per il primo e più dettagliato commento sui recenti sviluppi monetari, finanziari e su altri sviluppi economici nell'area dell'euro (cfr. "L'evoluzione economica nell'area dell'euro" in questo Bollettino).

I Caratteristiche essenziali dell'area dell'euro

L'area dell'euro: un'economia di grandi dimensioni, con un peso rilevante nell'economia mondiale

Considerando l'area dell'euro nella prospettiva di un confronto internazionale (cfr. tavola I), l'elemento che colpisce maggiormente è che essa comprende economie, originariamente di piccole e medie dimensioni, unitesi per formare un'economia con un vasto mercato interno. Con una quota del PIL mondiale del 15 per cento, l'area dell'euro è infatti una delle maggiori economie del mondo, con un potere d'acquisto notevole, eguagliato solo da quello degli Stati Uniti. In confronto, lo Stato membro di maggiore dimensione nell'area rappresenta poco più del 4 per cento del PIL mondiale, mentre le quote dei più piccoli non superano l'1 per cento.

In quanto economia di grandi dimensioni, il "grado di apertura" dell'area è sensibilmente inferiore a quello dei singoli Stati membri. Con un rapporto tra le esportazioni di beni e il PIL per l'insieme dell'area pari a circa il 14 per cento (al netto dell'interscambio commerciale interno all'area), il suo grado di apertura è grosso modo paragonabile a quello di Stati Uniti e Giappone. Ciò contrasta con la posizione dei singoli paesi dell'area dell'euro, precedentemente considerati come "economie aperte di piccole o medie dimensioni" con, per esempio, rapporti tra le esportazioni (incluse quelle verso gli altri

paesi dell'area) e il PIL compresi tra il 19 e il 62 per cento e pari, nella media dei paesi dell'area, a circa il 35 per cento. La quota dell'area sul totale delle esportazioni mondiali di beni è pari a circa il 16 per cento, significativamente superiore a quella sia degli Stati Uniti sia del Giappone. Gli scambi effettuati con Regno Unito, Stati Uniti, Svizzera e Giappone (qui elencati secondo la dimensione delle rispettive quote negli scambi con l'area), che insieme costituiscono gran parte del commercio con l'estero dell'area dell'euro, riguardano per la maggior parte macchinari e mezzi di trasporto, altri prodotti della trasformazione industriale e prodotti chimici. Per l'intera area dell'euro il commercio di servizi è meno significativo: si stima che nel 1997 non superasse il 4 per cento del PIL.

Analogie e differenze rispetto a Stati Uniti e Giappone

Considerando altre caratteristiche dell'area dell'euro, può essere più opportuno confrontarle con quelle di Stati Uniti e Giappone anziché dei singoli Stati membri, individuando analogie e differenze. La struttura della produzione è sostanzialmente analoga a quelle statunitense e giapponese. La produzione dei settori primari, come agricoltura, pesca e silvicoltura, rappresenta circa il 2 per cento della produzione totale in tutte e tre le economie; il settore dei servizi

costituisce circa il 67 per cento della produzione totale, quota inferiore a quella degli Stati Uniti (72 per cento), ma superiore a quella del Giappone (59 per cento); il settore industriale (comprese le costruzioni) rappresenta il 31 per cento della produzione totale

nell'area dell'euro, quota in questo caso superiore a quella degli Stati Uniti, ma inferiore a quella del Giappone.

In termini di dimensione e struttura, il settore pubblico nell'area dell'euro si differenzia

Tavola I
Caratteristiche essenziali dell'area dell'euro

	Periodo di riferimento	Unità	Area dell'euro	Stati Uniti	Giappone
Popolazione	1998	milioni	292	270	127
PIL (quota del PIL mondiale) ¹⁾	1997	%	15,0	20,2	7,7
Settori produttivi					
Agricoltura, pesca, silvicoltura	1993	in perc. del PIL	2,4	1,7	2,1
Industria (comprese costruzioni)	1993	in perc. del PIL	30,9	26,0	39,2
Servizi	1993	in perc. del PIL	66,7	72,3	58,7
Amministrazioni pubbliche					
Entrate	1998	in perc. del PIL	46,7	35,9	33,0
di cui: Contributi previdenziali	1998	in perc. del PIL	17,0	9,4	11,1
Uscite	1998	in perc. del PIL	49,1	34,5	38,6
di cui: Trasferimenti correnti alle famiglie	1998	in perc. del PIL	20,2	13,7	15,7
Esportazioni di beni ²⁾	1997	in perc. del PIL	13,6	8,5	10,0
Importazioni di beni ²⁾	1997	in perc. del PIL	12,0	11,1	8,1
Esportazioni (in perc. delle esportaz. mondiali) ²⁾	1997	%	15,7	12,6	7,7
Depositi bancari ^{3) 4)}	Fine-1997	miliardi di ecu	4.657,9	3.953,4	3.663,4
	Fine-1997	in perc. del PIL	83,9	55,3	98,8
Credito interno ^{4) 5)}	Fine-1997	miliardi di ecu	7.128,5	5.881,5	4.710,8
	Fine-1997	in perc. del PIL	128,5	82,2	127,1
Attività nei confronti del settore privato	Fine-1997	miliardi di ecu	5.125,9	4.931,1	4.033,6
Crediti alle Amministrazioni pubbliche	Fine-1997	miliardi di ecu	2.002,6	950,4	677,1
Obbligazioni emesse da residenti	Fine-1997	miliardi di ecu	5.002,4	11.364,0	4.015,2
	Fine-1997	in perc. del PIL	90,2	164,7	108,5
Emesse dal settore privato	Fine-1997	miliardi di ecu	1.897,9	4.729,3	1.192,4
Emesse dal settore pubblico	Fine-1997	miliardi di ecu	3.104,4	6.634,7	2.822,9
Capitalizzazione del mercato azionario ⁶⁾	Ottobre 1998	miliardi di ecu	3.190,9	9.679,7	3.300,9
Crescita del PIL a prezzi costanti	1998	%	3,0	3,3	-2,5
Inflazione al consumo ⁷⁾	Novembre 1998	%	0,9	1,5	0,8
Tasso di disoccupazione (in perc. della forza lavoro)	Novembre 1998	%	10,8	4,4	4,4
Crescita della moneta ⁸⁾	Q3 1998	%	4,6	7,4	3,3
Tasso di interesse a tre mesi	Fine-1998	%	3,25	5,00	0,18
Rendimento dei titoli di Stato decennali	Fine-1998	%	3,94	4,70	2,02
Amministrazioni pubbliche					
Avanzo (+) o disavanzo (-)	1998	in perc. del PIL	-2,3	1,4	-5,5
Debito lordo	1998	in perc. del PIL	73,8	59,3	115,6
Saldo delle partite correnti ⁹⁾	1997	in perc. del PIL	1,1	-1,7	2,3

Fonti: Eurostat (popolazione, capitalizzazione del mercato azionario, PIL a prezzi costanti, dati riferiti all'area dell'euro per esportazioni, importazioni, inflazione (IAPC), disoccupazione e saldo delle partite correnti), Commissione europea - previsioni autunno 1998 (quote del PIL mondiale, dati sulle pubbliche Amministrazioni (base: anno civile), OCSE (settori di produzione), FMI (esportazioni, importazioni, depositi bancari, credito interno, debito lordo per Stati Uniti e Giappone), BRI (obbligazioni emesse da residenti), dati nazionali (per Stati Uniti e Giappone: inflazione al consumo, disoccupazione, crescita della moneta, tasso di interesse a tre mesi, rendimento dei titoli di Stato decennali, saldo delle partite correnti) e BCE (per l'area dell'euro: crescita della moneta, tasso di interesse a tre mesi, rendimento dei titoli di Stato decennali).

1) A prezzi costanti e a tassi di cambio uguali alle parità di potere d'acquisto nel 1997; per l'area dell'euro: prezzi 1990.

2) Esclusi gli scambi all'interno dell'area dell'euro. Importazioni su base c.i.f..

3) Area dell'euro: depositi totali presso IFM; Stati Uniti: depositi in conto corrente, a termine e a risparmio presso le istituzioni bancarie; Giappone: depositi a vista e a termine nelle banche di deposito.

4) I dati relativi all'area dell'euro per depositi bancari e il credito interno sono calcolati utilizzando rapporti irrevocabili di conversione dell'euro annunciati il 31 dicembre 1998.

5) Area dell'euro: prestiti di IFM a favore di residenti dell'area dell'euro e detenzione di titoli emessi da residenti dell'area dell'euro; Stati Uniti e Giappone: credito interno.

6) Stati Uniti: borse di New York (NYSE e Nasdaq); Giappone: borse di Tokio e Osaka.

7) IAPC per l'area dell'euro: dati nazionali per Stati Uniti e Giappone.

8) Area dell'euro: aggregato M3; Stati Uniti: aggregato M2; Giappone: M2 + Certificati di deposito.

9) Dati provvisori per l'area dell'euro.

notevolmente da quello statunitense e giapponese. Se misurato con la quota di spesa pubblica sul PIL, il settore pubblico è di gran lunga maggiore nell'area dell'euro (49 per cento) che in Giappone (39 per cento) o negli Stati Uniti (35 per cento). Ciò può essere attribuito, in larga misura, ai diversi sistemi previdenziali esistenti. I trasferimenti correnti alle famiglie nei paesi dell'area sono, in percentuale del PIL, relativamente alti rispetto a quelli di Stati Uniti e Giappone. Altra differenza degna di nota è che la quota del PIL destinata alla fornitura di servizi collettivi da parte del settore pubblico è anch'essa più alta nell'area dell'euro che negli Stati Uniti o in Giappone. Inoltre, riguardo alla struttura delle entrate del settore statale, nell'area dell'euro e in Giappone i contributi previdenziali rappresentano circa un terzo delle entrate correnti, mentre sono solo un quarto negli Stati Uniti. Per quanto concerne le entrate fiscali, sia negli Stati Uniti sia in Giappone esse provengono in maggiore misura dall'imposizione diretta, mentre nell'area dell'euro una quota più elevata degli introiti fiscali è rappresentata dalle imposte indirette.

Passando a considerare alcuni dei principali indicatori monetari e finanziari, emergono svariate differenze strutturali tra i sistemi finanziari dell'area dell'euro e quelli di Stati Uniti e Giappone. La differenza principale, in particolare rispetto agli Stati Uniti, risiede nel ruolo svolto dalle banche relativamente a quello assegnato ai mercati mobiliari. Mentre il sistema finanziario dell'area dell'euro si basa prevalentemente su prodotti bancari e il finanziamento azionario svolge solo un ruolo limitato, negli Stati Uniti i mercati azionario e obbligazionario costituiscono i principali veicoli di finanziamento dell'economia e di allocazione del risparmio.

Questo quadro generale della struttura finanziaria dell'area dell'euro può essere illustrato con riferimento a vari indicatori (cfr. tavola I). I depositi bancari, misurati in rapporto al PIL, rappresentano una quota più rilevante nell'area dell'euro (84 per cento) che negli Stati Uniti (55 per cento), ma meno importante che in Giappone (99 per cento). Analogamente, l'ammontare del

credito bancario interno in essere, sia in termini assoluti sia relativamente al PIL, è di gran lunga superiore nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, mentre è paragonabile, come quota del PIL, a quello del Giappone. Nell'area dell'euro, un ammontare relativamente alto di credito bancario viene concesso alla pubblica Amministrazione. Per contro, l'ammontare in rapporto al PIL di obbligazioni emesse da residenti negli Stati Uniti supera di gran lunga quello nell'area dell'euro o in Giappone; in termini assoluti, l'ammontare delle obbligazioni in essere emesse da residenti, pari negli Stati Uniti a 11.364 miliardi di ecu, corrispondeva a più del doppio di quello dell'area dell'euro a fine 1997, e la differenza è ancora più pronunciata se si guarda ai titoli emessi dal settore privato. Anche la capitalizzazione del mercato azionario, infine, è molto più elevata negli Stati Uniti che nell'area dell'euro e in Giappone.

Notevoli differenze tra l'area dell'euro e le altre due maggiori economie mondiali si riscontrano anche con riferimento alle caratteristiche del mercato del lavoro. Il dato più recente sul tasso di disoccupazione per l'area dell'euro (10,8 per cento) è di gran lunga superiore a quello degli Stati Uniti (4,4 per cento), e le differenze sono da attribuire a una pluralità di fattori, tra cui le caratteristiche strutturali dei due mercati del lavoro: i costi salariali e contributivi, la legislazione sulla tutela del posto di lavoro, l'entità e la durata delle indennità di disoccupazione. In una prospettiva di medio termine l'esperienza indica anche che, pur con una crescita del PIL non dissimile, l'area dell'euro ha registrato una crescita dell'occupazione molto più debole rispetto a quella osservata negli Stati Uniti. Inoltre, a differenza degli Stati Uniti, c'è stata una chiara risposta asimmetrica alle fluttuazioni dell'attività economica, che ha comportato un maggior livello di disoccupazione in seguito a ciascuna svolta recessiva. Tuttavia, è notoriamente difficile confrontare i mercati del lavoro facendo riferimento soltanto alle statistiche ufficiali sui tassi di disoccupazione. Ciò è soprattutto vero nel caso del Giappone dove, nonostante la persistente debolezza dell'economia, il tasso ufficiale di disoccupazione è anch'esso pari al 4,4 per cento.

2 La situazione economica nell'area dell'euro all'inizio della Terza fase

Gli sviluppi monetari e finanziari riflettono un quadro di stabilità dei prezzi

L'aggregato monetario ampio M3 ha seguito un'evoluzione piuttosto regolare, con tassi di crescita tra il 3,5 e il 5,5 per cento negli ultimi due anni. Questa dinamica può essere ritenuta compatibile con l'attuale stabilità dei prezzi e con una crescita economica sostenibile nell'area. Nello stesso tempo, i tassi di interesse sono scesi su tutte le scadenze, grazie ai miglioramenti registrati nell'andamento dei prezzi. Il tasso interbancario a tre mesi nella media dell'area ha mostrato un calo progressivo da un livello di oltre il 7 per cento nella primavera del 1995 al 3,25 per cento alla fine del 1998. Tale calo riflette il raggiungimento della stabilità dei prezzi e la crescente stabilità dei tassi di cambio all'interno dell'area prima dell'avvio della Terza fase. Il tasso di interesse a lungo termine (misurato dalla media dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni) è sceso da oltre il 9,5 per cento agli inizi del 1995 a livelli lievemente inferiori al 4 per cento alla fine di dicembre 1998. In termini reali, ossia corretto per il calo dell'inflazione, il tasso di interesse a lungo termine è sceso di circa 3,5 punti percentuali dagli inizi del 1995 per attestarsi a circa il 3 per cento alla fine del 1998. Vi hanno contribuito nel corso degli ultimi anni la graduale scomparsa dei premi per il rischio di cambio, la riduzione dei premi per il rischio di inflazione, il restringimento dei differenziali di tasso di interesse a breve termine e il progresso verso il consolidamento fiscale.

Aumento dei prezzi al consumo intorno all'1 per cento

Concentrandosi sulle tendenze più recenti, gli aumenti dei prezzi misurati attraverso l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) si sono ridotti da circa l'1,6 per cento a metà 1997 allo 0,9 per cento nel novembre 1998. Ciò è principalmente attribuibile a un minor tasso di crescita dei prezzi dei beni, pari a 0,3 per cento, mentre l'aumento dei prezzi per

servizi nel 1998 è rimasto sostanzialmente invariato a circa il 2 per cento. Un fattore importante alla base dei minori aumenti dei prezzi dei beni nel recente passato è stato il considerevole calo nei prezzi delle materie prime e del petrolio registrato dal picco del 1997. Inoltre, la crescita dei redditi da lavoro dipendente si è ulteriormente ridotta nel 1998 e i costi del lavoro per unità di prodotto sono leggermente scesi nel corso degli ultimi trimestri per i quali sono disponibili i dati.

Crescita sostenuta del PIL nel 1998, ma rallentamento nel corso dell'anno

Dopo una ripresa nel 1997, la crescita del PIL nell'area è ulteriormente aumentata nel 1998, trainata sempre più dalla domanda interna e sempre meno dalle esportazioni nette. I consumi privati sono la componente che ha più contribuito alla crescita del PIL negli ultimi trimestri, mentre lo sviluppo degli investimenti fissi è stato meno pronunciato. Tuttavia, in un clima di peggioramento delle condizioni esterne, è aumentato nel 1998 il rischio che l'espansione nell'area dell'euro non continuasse a quel ritmo, e l'attività è rallentata dopo i mesi estivi, passando da una crescita del 3 per cento nella prima metà del 1998 a una del 2,4 per cento nel terzo trimestre, rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente. Ciò coincide con un deterioramento nel clima di fiducia delle imprese, mentre quello dei consumatori è rimasto a livelli storicamente elevati.

Calo graduale dei tassi di disoccupazione con la ripresa dell'occupazione

Nonostante il miglioramento ciclico nell'attività economica, la disoccupazione nell'insieme dell'area dell'euro rimane elevata. Essa ha tuttavia cominciato a ridursi leggermente nel 1998, dopo una ripresa della crescita dell'occupazione registrata agli inizi del 1997. Secondo l'Eurostat, il tasso di

disoccupazione normalizzato nell'area dell'euro è sceso nell'autunno 1998 al 10,8 per cento, livello minimo raggiunto negli ultimi cinque anni.

Arresto dei miglioramenti nella situazione delle finanze pubbliche

Rispetto ai progressi realizzati negli anni scorsi nel campo del riequilibrio fiscale, nel 1998 è stata registrata solo una ulteriore esigua riduzione nei disavanzi di bilancio all'interno dell'area dell'euro. La Commissione europea ha stimato che il rapporto medio tra disavanzo e PIL nell'area è passato dal 2,5 per cento dell'anno precedente al 2,3 del 1998. Tale riduzione, tuttavia, è attribuibile alle favorevoli influenze del ciclo economico e ai risparmi nella spesa per interessi. Secondo la Commissione europea, correggendo il disavanzo per gli effetti ciclici si evince che il restante "disavanzo strutturale" nell'area, anziché mostrare un miglioramento, si è in realtà lievemente deteriorato nel 1998; si tratterebbe del primo deterioramento nel rapporto disavanzo/PIL corretto per la componente ciclica dal 1991. Ciò contrasta con l'impegno sancito nel Patto di stabilità e crescita di rispettare l'obiettivo di medio termine di raggiungere una situazione delle finanze pubbliche "vicina all'equilibrio o in avanzo". Si stima, inoltre, che anche il disavanzo primario in rapporto al PIL sia peggiorato nel 1998, per la prima volta dopo numerosi anni. Mentre, dopo il picco del 1993, la quota della spesa pubblica sul PIL mostra una tendenza al ribasso, il rapporto tra le entrate e il PIL è diminuito nel 1998, dopo un aumento osservato nel periodo 1995-97. Nell'insieme dell'area il carico tributario ha registrato un leggero aumento nel 1998, a fronte di un calo dei contributi previdenziali.

La Commissione europea ha stimato che il debito delle Amministrazioni pubbliche dell'area è stato pari in media al 73,8 per cento del PIL nel 1998, inferiore di 1,2 punti percentuali a quello dell'anno precedente. Il rapporto debito pubblico/PIL nell'area dell'euro è sceso a partire dal 1996, non solo per la riduzione nei disavanzi, ma anche per i benefici derivanti da numerose operazioni di natura

finanziaria, tra cui in particolare le privatizzazioni. Tuttavia, i rapporti debito/PIL nell'insieme dell'area dell'euro sono ancora ben al di sopra del livello di riferimento del 60 per cento stabilito nel Protocollo n. 5 del Trattato che istituisce la Comunità europea, limitando così notevolmente lo spazio per la manovra di bilancio negli Stati membri. Nel contempo, i rapporti deficit/PIL sono ancora troppo elevati per garantire che i rapporti debito/PIL seguano un sentiero di rapida riduzione.

Lieve apprezzamento delle monete dei paesi partecipanti all'area dell'euro

Nel 1998 le monete dei paesi che partecipano all'area dell'euro hanno registrato, rispetto all'anno precedente, un apprezzamento medio pari a circa il 2,1 per cento in termini nominali e a circa l'1,5 per cento in termini reali nei confronti delle monete dei loro principali partner commerciali. Tuttavia, tale apprezzamento - principalmente dovuto a un indebolimento del dollaro USA e della sterlina inglese nel secondo e nel terzo trimestre del 1998 - fa seguito a un marcato deprezzamento nel 1997, quando, spinte dall'eccezionale rafforzamento del dollaro USA e della sterlina inglese, le monete dei paesi dell'area dell'euro avevano registrato un calo di circa il 9 per cento nei confronti delle monete dei partner commerciali.

Di conseguenza, alla vigilia della Terza fase, le monete dell'area dell'euro si trovavano, in termini effettivi, ancora lievemente al di sotto dei livelli medi degli ultimi anni.

Il 31 dicembre 1998, ai sensi dell'articolo 109 L (4) del Trattato che istituisce la Comunità europea, sono stati adottati dal Consiglio della UE, su proposta della Commissione delle Comunità europee e dopo aver consultato la BCE, i rapporti irrevocabili di conversione dell'euro (cfr. tavola 2). Conformemente al quadro giuridico per l'utilizzo dell'euro, il rapporto irrevocabile di conversione dell'euro nei confronti di ogni valuta partecipante è l'unico rapporto da utilizzare per la conversione tra l'euro e l'unità mone-

taria nazionale, oltre che per conversioni, in qualsiasi direzione, tra le unità monetarie nazionali. L'ultimo tasso di cambio dell'ecu ufficiale (e il primo tasso euro) rispetto al dollaro USA è stato fissato il 31 dicembre 1998 a 1,168 dollari. L'euro ha aperto le contrattazioni in Australia il 4 gennaio 1999 a 1,175 dollari, mentre in Europa a 1,1855.

Tavola 2

Rapporti irrevocabili di conversione dell'euro

	1 euro =	
Belgio	BEF	40,3399
Germania	DEM	1,95583
Spagna	ESP	166,386
Francia	FRF	6,55957
Irlanda	IEP	,787564
Italia	ITL	1936,27
Lussemburgo	LUF	40,3399
Paesi Bassi	NLG	2,20371
Austria	ATS	13,7603
Portogallo	PTE	200,482
Finlandia	FIM	5,94573

3 Considerazioni conclusive

Nel complesso, l'area dell'euro, essendo una delle più grandi economie nel mondo, svolgerà un ruolo significativo nel caratterizzare le condizioni macroeconomiche globali. Ciò non di meno, essa sarà aperta nei confronti dei suoi partner commerciali, sebbene gli sviluppi nell'economia interna saranno di gran lunga più importanti dei fattori esterni. I residenti nell'area dell'euro trarranno senza dubbio vantaggio dalle migliori opportunità di crescita e di occupazione offerte da un vasto mercato interno.

Tuttavia, importanti sfide rimangono ancora da affrontare. Tra queste, il superamento di un elevato livello di disoccupazione e la correzione degli squilibri fiscali, riflessi nei livelli osservati di recente per i rapporti disavanzo/PIL e debito/PIL. Per far fronte a tali sfide, una grande economia come quella dell'area dell'euro deve principalmente garantire che il quadro di riferimento in cui si inseriscono le politiche economiche interne sia solido e sostenibile, con ciò contribuendo anche alla stabilità dell'economia mon-

Conti con l'estero recentemente influenzati dal deterioramento del quadro economico mondiale

Nel corso degli ultimi anni, le bilance commerciali e correnti dell'area dell'euro con il resto del mondo hanno registrato avanzi crescenti, rispettivamente da 1,2 per cento e 0,5 per cento del PIL nel 1995 a 1,6 per cento e 1,1 per cento del PIL nel 1997 (dati provvisori). Tuttavia, a partire dalla metà del 1998, il deteriorarsi della situazione dell'economia mondiale, le cui origini risalgono alla crisi asiatica, ha avuto un impatto ritardato sui conti esteri. La diminuzione della domanda estera ha causato una decelerazione della crescita delle esportazioni, che è stata anche negativamente influenzata dall'apprezzamento valutario. Nel contempo, mentre la crescita del volume delle importazioni è aumentata, anche in seguito alla dinamica sostenuta della domanda interna, i prezzi delle importazioni sono diminuiti riflettendo il calo nei prezzi delle materie prime.

Questo quadro di riferimento è caratterizzato, da un lato, da politiche fiscali coerenti con il Patto di stabilità e crescita, e dall'altro con le riforme strutturali in atto nei mercati del lavoro e dei prodotti, accompagnate dalla moderazione salariale; il suo mantenimento contribuirà a incrementare la competitività e la redditività nel settore delle imprese, promuovendo così gli investimenti. Allo stesso tempo, contribuirà a sostenere e a incoraggiare quella crescita dell'occupazione che ha recentemente ripreso a manifestarsi e che, a sua volta, rappresenterà un sostegno per i consumi privati.

La politica monetaria svolgerà il suo ruolo attraverso il perseguimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi, mantenendo in tal modo a livelli moderati le aspettative inflazionistiche e i premi per il rischio nei tassi di interesse a lungo termine e contribuendo così alla creazione di condizioni favorevoli alla crescita dell'attività economica e dell'occupazione nell'area dell'euro.

Evoluzione economica nell'area dell'euro

I Gli andamenti monetari e finanziari

Le decisioni di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE.

Il 22 dicembre 1998 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha annunciato i tassi d'interesse per le prime operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. Il tasso di interesse da applicare alla prima operazione di rifinanziamento principale, offerta con modalità di asta a tasso fisso e regolata il 7 gennaio 1999, è stato fissato al 3 per cento. Inoltre, è stato deciso che all'inizio della Terza fase (ovvero al 1° gennaio 1999) il tasso d'interesse per le operazioni di rifinanziamento marginale è pari al 4,5 per cento e quello per le operazioni di deposito al 2 per cento. Come misura temporanea, tra il 4 e il 21 gennaio 1999, i due tassi di interesse sono stati tuttavia fissati al 3,25 e 2,75 per cento, rispettivamente. Nella riunione del 7 gennaio 1999 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso anche che le operazioni di rifinanziamento principale da regolare il 13 e il 20 gennaio 1999 sarebbero state effettuate tramite aste a tasso fisso, al tasso del 3

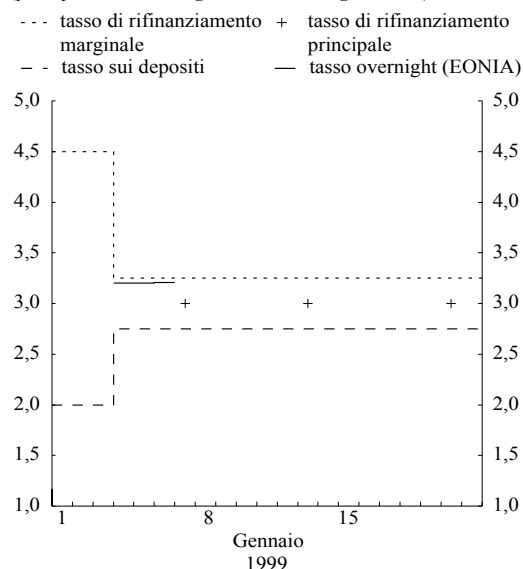
per cento (cfr. figura I e la "Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema", in questo Bollettino).

Il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (cioè quello relativo alle aste settimanali) è il tasso d'interesse fondamentale con cui l'Eurosistema indirizza i movimenti dei tassi di mercato a breve termine, mentre i tassi d'interesse applicati alle operazioni su iniziativa delle controparti formano un corridoio per le oscillazioni del tasso di mercato overnight (cfr. riquadro I). Le decisioni sul tasso d'interesse al quale condurre le prime tre operazioni di rifinanziamento principale, di cui si è in precedenza detto, hanno riflesso l'opinione del Consiglio direttivo che, sulla base di una valutazione della situazione economica, monetaria e finanziaria nell'area dell'euro, un livello del 3 per cento è quello che più risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi in un orizzonte di medio periodo ed è quindi adeguato nel futuro prevedibile.

Per quel che riguarda la fissazione dei tassi d'interesse da applicare alle operazioni su iniziativa delle controparti dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha dovuto tener conto di due aspetti. In primo luogo era necessario che le intenzioni di politica monetaria fossero segnalate con chiarezza: ciò è stato ottenuto fissando, per l'inizio della Terza fase, il tasso per le operazioni di rifinanziamento marginale al 4,5 per cento e quello sui depositi al 2 per cento; il corridoio di oscillazione dei tassi d'interesse a breve termine risulta quindi, relativamente al 3 per cento del tasso di rifinanziamento principale, asimmetrico, con una maggiore ampiezza nella porzione superiore. Era inoltre necessario fissare dei tassi che potessero sostituire quelli ufficiali, in precedenza decisi dalle banche centrali nazionali e utilizzati, in alcuni degli Stati membri, come tassi di riferimento nei sistemi giuridici e nei contratti. In secondo luogo, il Consiglio direttivo ha dovuto tener conto della possibilità che gli operatori di mercato

Figura I

Tassi di interesse della BCE e tasso overnight
(punti percentuali in ragione annua: dati giornalieri)



Fonte: BCE.

avessero bisogno di tempo per adattarsi al nuovo assetto della politica monetaria. Stabilendo che nel periodo tra il 4 e il 21 gennaio 1999 il corridoio delimitato dai tassi d'interesse sulle operazioni attivabili dalle controparti avrebbe avuto un'ampiezza ristretta, pari a 50 punti base, il Consiglio direttivo ha mirato ad agevolare, nei primi giorni dell'Unione monetaria, l'adeguamento degli operatori alle nuove caratteristiche del mercato monetario nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo ha anche reso noto che la minore ampiezza del corridoio avrebbe costituito una misura temporanea ed eccezionale, che sarebbe stata in vigore solamente nelle prime tre settimane della Terza fase.

Date le molte innovazioni associate alla transizione al nuovo assetto di politica monetaria nella Terza fase, si è ritenuto importante limitare inizialmente la variabilità dei tassi d'interesse attraverso la fissazione di un corridoio di ampiezza ristretta, con l'effetto, in particolare, di ridurre i costi di quelle istituzioni di credito che, a causa di problemi tecnici o di insufficiente informazione, non sarebbero state in grado, all'inizio della Terza fase, di ricevere o di impiegare fondi nel mer-

cato monetario. Non è comunque auspicabile mantenere un corridoio così stretto per un arco di tempo più lungo, poiché ciò ostacolerebbe lo sviluppo di un mercato monetario efficiente nell'area dell'euro, ridurrebbe gli incentivi per le istituzioni creditizie a pianificare attentamente l'adempimento agli obblighi di riserva e renderebbe più complessa la gestione della liquidità dell'Eurosistema. Per questa ragione il Consiglio direttivo ha già resa nota, lo scorso 22 dicembre, la propria volontà di eliminare questa misura dopo la riunione del 21 gennaio.

Il 5 gennaio l'Eurosistema ha annunciato il collocamento della prima operazione di rifinanziamento principale. E' stato collocato un ammontare totale di 75 miliardi di euro, presso 944 istituzioni creditizie, in proporzione alle richieste presentate in asta. La decisione di collocamento è stata presa in base ai bisogni di liquidità dell'area dell'euro nel suo complesso, in modo tale da fornire rapidamente alle istituzioni creditizie gli ammontari necessari affinché queste potessero far fronte ai propri obblighi di riserva nel primo periodo di mantenimento, prestando, allo stesso tempo, attenzione alle incertezze collegate al rodaggio del nuovo sistema.

Riquadro I

Il quadro di riferimento operativo della politica monetaria dell'Eurosistema: una breve introduzione

Per il raggiungimento dei propri obiettivi di politica monetaria, l'Eurosistema conduce operazioni di mercato aperto, offre operazioni su iniziativa delle controparti e richiede alle istituzioni creditizie di mantenere una riserva obbligatoria sui propri conti con le banche centrali nazionali. Le operazioni di mercato aperto rivestono un ruolo di primo piano nella politica monetaria dell'Eurosistema per controllare i tassi d'interesse a breve termine, per gestire le condizioni di liquidità nel mercato monetario e segnalare l'orientamento della politica monetaria. Le operazioni su iniziativa delle controparti hanno la funzione di fornire e assorbire la liquidità overnight e indicare in termini generali le intenzioni che nel medio periodo ispirano la condotta della politica monetaria. La riserva obbligatoria ha soprattutto la funzione di stabilizzare i tassi d'interesse del mercato monetario e di creare (o ampliare) un fabbisogno strutturale di liquidità.

Tra le operazioni di mercato aperto, l'"operazione di rifinanziamento principale", che consiste in un'asta settimanale con scadenza a due settimane, riveste un ruolo centrale nell'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema. Infatti, è soprattutto con questo tipo di operazione che l'Eurosistema controlla

la dinamica dei tassi d'interesse di mercato a breve termine e rifinanzia il sistema bancario. Inoltre, l'Eurosistema effettua regolarmente anche "operazioni di rifinanziamento a più lungo termine", che consistono in aste mensili con scadenza a tre mesi. A differenza delle aste settimanali, in quelle mensili l'Eurosistema non intende, di regola, dare indicazioni al mercato. Quando ritenuto necessario, l'Eurosistema può effettuare altri tipi di operazioni di mercato aperto, tra cui le operazioni di *fine-tuning*, che mirano a contenere gli effetti sui tassi di interesse causati da fluttuazioni impreviste della liquidità. Inoltre l'Eurosistema ha la possibilità di modificare la propria posizione strutturale nei confronti del sistema finanziario utilizzando operazioni di mercato aperto (come l'emissione di certificati di debito della BCE). Dall'avvio della Terza fase, comunque, la BCE non ha ravvisato il bisogno di condurre questo tipo di operazioni strutturali.

Mentre le operazioni di mercato aperto sono effettuate su iniziativa dell'Eurosistema, nel caso delle operazioni attivabili dalle controparti l'iniziativa della transazione è rimessa alle istituzioni creditizie che sono controparti dell'Eurosistema. Le controparti abilitate hanno accesso a due tipi di operazioni: quella di rifinanziamento marginale, che consente loro di ottenere dalle banche centrali nazionali liquidità overnight; quella di deposito, che consente loro di effettuare depositi overnight presso le banche centrali nazionali. In condizioni normali l'accesso ai due tipi di operazioni avviene senza limite (eccezion fatta per il versamento di adeguata garanzia a fronte della concessione del rifinanziamento marginale, come per tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema). Di conseguenza, le oscillazioni del tasso d'interesse sul mercato overnight sono limitate all'interno del corridoio definito dai tassi d'interesse applicati alle operazioni su iniziativa delle controparti.

Inoltre, ogni istituzione creditizia residente nell'area dell'euro è soggetta a un obbligo di riserva. La riserva obbligatoria è calcolata applicando un coefficiente, che all'avvio della Terza fase è stato fissato pari al 2 per cento, ad alcune specifiche passività nel bilancio delle istituzioni creditizie. Nell'ambito del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema, una istituzione creditizia soddisfa l'obbligo se la propria riserva media giornaliera, calcolata nel periodo di mantenimento che va normalmente dal ventiquattresimo giorno di ciascun mese al ventitreesimo del mese successivo, è almeno pari all'ammontare di riserva dovuto. La riserva obbligatoria è remunerata al tasso delle operazioni di rifinanziamento principale. Il meccanismo che consente di adempiere all'obbligo considerando il saldo sul conto di riserva relativamente a periodi più lunghi di un giorno — nel caso della riserva obbligatoria dell'Eurosistema pari, in particolare, a un mese — è noto con l'espressione "mobilizzazione della riserva". Poiché la mobilizzazione della riserva consente al sistema bancario una certa flessibilità nella gestione della liquidità, le istituzioni creditizie saranno in grado di assorbire le fluttuazioni giornaliere del fabbisogno di liquidità e di sfruttare le possibilità di arbitraggio di breve periodo presenti nel mercato monetario. In questo modo la mobilizzazione della riserva contribuisce alla stabilizzazione del tasso overnight nel corso del periodo di mantenimento.

Infine, per quel che riguarda l'avvio delle operazioni dell'Eurosistema, le operazioni su iniziativa delle controparti sono state consentite alle istituzioni creditizie dal primo giorno operativo della Terza fase, il 4 gennaio del 1999; la prima asta settimanale è stata regolata il 7 gennaio, mentre il giorno di regolamento della prima asta mensile è stato il 14 gennaio. Con l'intento di favorire una transizione non traumatica al nuovo assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema, le banche centrali nazionali hanno convenuto che le operazioni di mercato aperto che erano state effettuate verso la fine della Seconda fase venissero a scadenza, con gradualità, nel corso della prima metà di gennaio. Inoltre, come misura cautelativa temporanea per il sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema, si è stabilito che il primo periodo di mantenimento durerà dal 1° gennaio al 23 febbraio 1999.

Nel rapporto della BCE "La politica monetaria unica nella Terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC", del settembre 1998, viene riportata una descrizione dettagliata dell'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema.

Una crescita monetaria compatibile con la stabilità dei prezzi

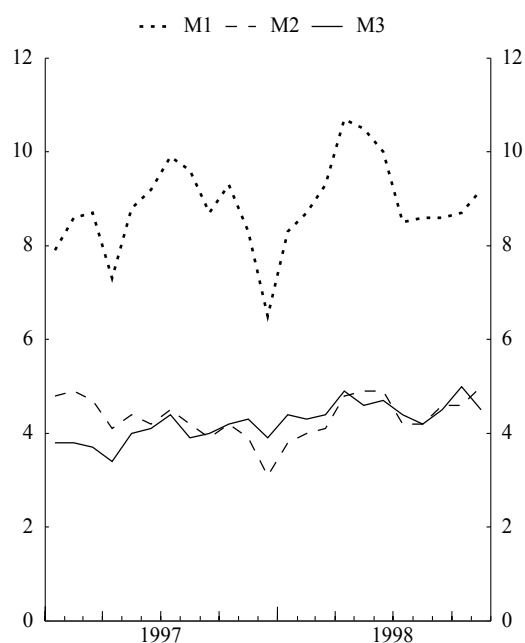
La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, assegna un ruolo di primo piano alla moneta, sulla base della considerazione che nel medio e lungo termine l'inflazione è essenzialmente un fenomeno di natura monetaria (cfr. l'articolo "La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità" in questo Bollettino). Il 1° dicembre 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha fissato al 4½ per cento il primo valore di riferimento per la crescita annuale dell'aggregato ampio M3 nell'area dell'euro. Gli andamenti monetari saranno confrontati con questo valore di riferimento sulla base di una media mobile di tre mesi del tasso di crescita sui 12 mesi di M3, per evitare che andamenti mensili anomali influenzino eccessivamente la lettura dell'informazione contenuta nei dati. In aggiunta a M3, si presterà attenzione anche alle definizioni più ristrette di moneta (M1 e M2) e alle contropartite di M3, in particolare i prestiti al settore privato (cfr. riquadro 2 per una rassegna delle definizioni degli aggregati monetari nell'area dell'euro).

I dati disponibili mostrano che M3 è cresciuta a un ritmo compreso tra il 3,5 e il 5 per cento negli ultimi due anni; questa dinamica è sostanzialmente coerente con la stabilità dei prezzi e una crescita economica sostenibile nell'area dell'euro. Durante questo periodo, l'espansione dell'aggregato ristretto M1 è stata significativamente superiore a quella di M3 (cfr. figura 2), riflettendo interamente l'elevata crescita dei depositi in conto corrente. Gli spostamenti, nel corso del 1998, verso questa componente dell'aggregato monetario ristretto sono stati favoriti: dalla discesa dei tassi d'interesse nell'area dell'euro, che ne hanno ridotto il costo-opportunità; dalla flessione dei tassi d'inflazione in molti paesi e dalle attese concernenti la costituzione dell'Unione monetaria e la creazione di una moneta unica stabile. Inoltre, in alcuni paesi, i depositi in conto corrente possono aver avuto un ruolo di *buffer* nel processo di riallocazione del portafoglio che, nel corso del 1998, ha condotto a spostamenti verso i fondi comuni e le azioni.

Nel complesso, appare chiaro che, oltre a riflettere il ritmo di espansione dell'economia, gran parte della sostenuta crescita dell'aggregato monetario ristretto deriva o dall'adeguamento a bassi livelli d'inflazione in alcuni paesi dell'area dell'euro o da riallocazioni di portafoglio che non segnalano rischi di inflazione.

Figura 2

Aggregati monetari nell'area dell'euro
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: BCE.

Passando a considerare gli andamenti monetari più recenti, i dati di novembre mostrano che M3 è cresciuta sui 12 mesi al tasso del 4,5 per cento, 0,5 punti in meno di quanto registrato nel mese precedente. La media mobile di tre mesi del tasso di crescita sui 12 mesi di M3 (riferita al periodo settembre - novembre) è risultata sostanzialmente stabile al 4,7 per cento, un livello vicino al valore di riferimento fissato dal Consiglio direttivo della BCE. Il tasso di crescita sui 12 mesi di M1 è aumentato dall'8,7 per cento di ottobre al 9,2 di novembre; quello di M2 è salito dal 4,6 al 5,0 per cento.

La riduzione del tasso di crescita di M3 tra ottobre e novembre 1998 riflette principalmente una più contenuta crescita degli strumenti negoziabili inclusi in M3. In particolare, la domanda di pronti contro termine si è notevolmente ridotta e quella per titoli obbligazionari con durata inferiore ai due anni è decelerata. La dinamica modesta della domanda di strumenti negoziabili in novembre ha registrato un andamento opposto a quello osservato in ottobre e deve essere valutata tenendo presente la variabilità dei mercati finanziari, eccezionalmente elevata in ottobre e gradualmente tornata alla normalità in novembre.

I depositi in conto corrente sono cresciuti a un tasso sui 12 mesi dell'11,5 per cento in novembre, contro il 10,7 in ottobre. I depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi sono aumentati a un ritmo del 6,3 per cento in novembre, mentre i depositi con scadenza prefissata fino a due anni si sono ridotti del 3,8 per cento rispetto a 12 mesi prima.

Le contropartite di M3 nell'analisi monetaria

Nel contesto della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, un'analisi delle cosiddette voci di contropartita della moneta nel bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) contribuisce a una comprensione più approfondita degli andamenti monetari; le contropartite della moneta sono parte di quell'ampia gamma di variabili economiche tenute sotto controllo e analizzate principalmente in ragione delle loro proprietà di indicatori in grado di anticipare gli andamenti dei prezzi.

Dal lato dell'attivo di bilancio, il credito totale al settore privato (definito come la somma dei prestiti delle IFM al settore privato e dei titoli detenuti dalle IFM ed emessi dai residenti dell'area dell'euro diversi dall'Amministrazione pubblica) è cresciuto nei mesi recenti a un ritmo considerevolmente più elevato di quello di M3: su base annua il tasso di crescita è stato dell'8,8 e del 9,2 per cento, rispettivamente, in ottobre e novembre. Sulla base dei più recenti dati di bilancio delle IFM, l'espansione sui 12 mesi della consistenza dei prestiti alle

famiglie e alle imprese non finanziarie (che rappresentano circa il 91 per cento del complesso dei crediti delle IFM al settore privato) è stata pari all'8,5 per cento in novembre (8,2 per cento in ottobre). I prestiti delle IFM al settore privato sotto forma di obbligazioni sono cresciuti in novembre a un tasso sui 12 mesi relativamente elevato, del 16,2 per cento, risultato tuttavia da non sopravvalutare dato che questa voce rappresenta meno del 10 per cento dei prestiti delle IFM al settore privato. La notevole crescita dei finanziamenti delle IFM al settore privato sembra essere determinata dall'espansione economica nell'area dell'euro nel 1998 e dalle favorevoli condizioni di finanziamento per le imprese non finanziarie e per le famiglie, considerato l'attuale basso livello dei tassi d'interesse sui prestiti bancari (cfr. tavola 2.8 nella sezione "Statistiche sull'area dell'euro").

Nel novembre 1998 i crediti delle IFM verso le Amministrazioni pubbliche sono, al contrario, aumentati a un ritmo molto contenuto: in particolare i prestiti si sono ridotti sui 12 mesi dell'1,5 per cento; l'aumento dei titoli delle Amministrazioni pubbliche detenuti dalle IFM è stato del 3,8 per cento.

Dal lato delle passività delle IFM, gli strumenti di raccolta a più lungo termine (che comprendono i depositi a più lungo termine e le obbligazioni, oltre al capitale e alle riserve) sono strumenti non compresi nella definizione dell'aggregato monetario ampio. In alcune circostanze, essi possono offrire opportunità di investimento alternativo agli strumenti compresi in M3. Nel novembre del 1998 le passività a più lungo termine hanno rappresentato circa il 30 per cento del complesso delle passività delle IFM (per confronto, le componenti di M3 rappresentavano circa il 41 per cento). Questa voce di contropartita è cresciuta a un tasso sui 12 mesi pari a circa il 3 per cento a novembre, lievemente inferiore a quello di ottobre (3,4 per cento). La riduzione della crescita di questa componente può essere stata influenzata nei mesi recenti dalla contrazione del differenziale tra i tassi a lungo e quelli a breve termine (cfr. riquadro 4).

Riquadro 2

Definizione degli aggregati monetari per l'area dell'euro

Nel corso della Seconda fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) le banche centrali nazionali, l'Istituto monetario europeo (IME) e, successivamente, la BCE si sono considerevolmente impegnati nello sviluppo di statistiche armonizzate per l'area dell'euro. Ciò ha consentito di compilare un bilancio consolidato del settore delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), sulla base del quale sono calcolati gli aggregati monetari per l'area dell'euro. Il settore delle IFM comprende quelle istituzioni le cui passività possono avere natura monetaria: sono comprese le banche centrali nazionali, la BCE, le istituzioni di credito e altre istituzioni finanziarie, soprattutto fondi di investimento monetario. Le IFM residenti nell'area dell'euro vengono definite, nel loro insieme, settore emittente.

Ai fini della definizione degli aggregati monetari, il settore detentore di moneta include tutti i residenti dell'area non compresi nelle IFM (non-IFM), con l'esclusione dell'Amministrazione centrale. Il settore detentore di moneta comprende principalmente le famiglie, le società non finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione e altri non-IFM residenti nell'area dell'euro, quali enti locali e di governo decentrato, fondi di previdenza. L'Amministrazione centrale è considerata, dal punto di vista della moneta, un settore neutrale, con una eccezione: i depositi dell'Amministrazione centrale con carattere monetario (conti postali, conti di risparmio nazionale e conti di tesoreria) sono inclusi nella definizione degli aggregati monetari dell'Eurosistema.

Diversi tipi di passività delle IFM sono inclusi negli aggregati monetari per l'area dell'euro. Il circolante e i depositi in conto corrente sono gli strumenti più liquidi e costituiscono la definizione più ristretta di moneta, M1. Questo aggregato, sommato ad altri depositi a breve termine (in particolare i depositi con una durata fino a due anni e quelli rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) costituisce l'aggregato monetario M2. Infine, il più vasto aggregato M3 si ottiene sommando M2 ad alcune categorie di passività negoziabili del settore delle IFM (pronti contro termine, quote di fondi di investimento monetario, strumenti del mercato monetario, insieme con le obbligazioni emesse con una durata originaria inferiore ai due anni).

A novembre 1998 M1 rappresentava circa il 39 per cento di M3, il circolante ne costituiva il 7 per cento e i depositi in conto corrente il 32 per cento; i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi e i depositi di durata inferiore ai due anni costituivano rispettivamente circa il 27 e il 20 per cento; pertanto l'aggregato M2 rappresentava l'86 per cento di M3. Gli strumenti negoziabili costituivano il rimanente 14 per cento (con le quote di fondi di investimento monetario e strumenti del mercato monetario al 7 per cento, i pronti contro termine al 5 per cento e le obbligazioni emesse con una durata inferiore ai due anni al 2 per cento).

I dati sul bilancio consolidato del settore delle IFM e gli aggregati monetari per l'area dell'euro (che copre tutti gli 11 paesi dell'area) sono stati prodotti dal settembre 1997. Ciò ha reso possibile ottenere tassi di crescita sui 12 mesi per tutte le voci di bilancio dal settembre 1998. Per gli aggregati monetari, comunque, sono state stimate serie per periodi più lunghi. Statistiche dei flussi mensili, che rappresentino le effettive transazioni finanziarie, non sono ancora disponibili; pertanto i tassi di crescita sono calcolati sulla base delle consistenze. Ciò può far trascurare l'influenza di fattori distorsivi, quali la variazione dei prezzi di mercato (per le obbligazioni incluse in M3 per le quali esiste un mercato secondario), i movimenti del tasso di cambio e le riclassificazioni. Inoltre, i dati sono parzialmente ancora stimati perché alcuni cambiamenti nel sistema delle segnalazioni statistiche nazionali devono essere ancora completati, pur se al momento essi rappresentano la fonte d'informazione monetaria più affidabile ed esaustiva nell'area euro. Una certa cautela è tuttavia necessaria nell'utilizzo di tali statistiche per fini di politica monetaria.

Un'analisi teorica ed empirica dettagliata degli aggregati monetari dell'area dell'euro sarà presentata in una nota che apparirà sul Bollettino mensile di febbraio 1999.

La posizione netta sull'estero delle IFM nell'area dell'euro ha mostrato un peggioramento nel 1998. Il tasso di crescita sui 12 mesi delle passività sull'estero ha raggiunto il 14,9 per cento in novembre; ciò si confronta con una crescita del 4,6 per cento delle attività sull'estero.

La discesa progressiva dei tassi del mercato monetario negli ultimi mesi

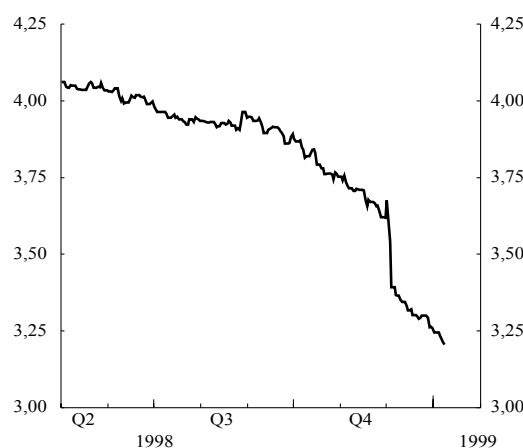
Nel maggio 1998, quando sono stati selezionati i paesi che avrebbero fatto parte dell'area dell'euro, il tasso medio a tre mesi era di poco superiore al 4 per cento; esso si è gradualmente ridotto nel corso dell'anno. In larga misura, questa riduzione dei tassi a breve termine ha riflesso il processo di convergenza dei tassi di interesse registrato nell'area nel 1998. I significativi differenziali fra i tassi di mercato monetario dei paesi dell'area che si osservavano all'inizio dell'anno si sono a mano a mano ridotti, seguendo la diminuzione dei tassi da parte delle banche centrali di quei paesi i cui tassi di interesse a breve termine erano relativamente più elevati. Ne è derivato un processo di convergenza verso i livelli prevalenti nei paesi con i tassi di interesse più bassi. A fine novembre, il tasso medio a tre mesi aveva raggiunto un livello pari al 3,6 per cento.

Un'ulteriore, pronunciata flessione dei tassi medi a tre mesi nell'area si è verificata subito dopo il 3 dicembre, quando tutte le banche centrali degli 11 Stati membri che avrebbero adottato l'euro fin dall'avvio della Terza fase, hanno deciso di concerto di ridurre i loro tassi di riferimento al 3 per cento (a eccezione di una banca centrale che, dopo aver inizialmente ridotto il tasso di riferimento al 3,5 per cento, lo ha portato al 3 il 23 dicembre). Come già illustrato in quell'occasione dalla BCE, la riduzione congiunta dei tassi doveva essere considerata come una decisione di fatto sul livello iniziale del corrispondente tasso della BCE. Alla fine di dicembre il livello del tasso di interesse a tre mesi nell'area dell'euro era pari al 3,25 per cento, circa 35 e 80 punti base più basso di quello di fine novembre e di maggio, rispettivamente (cfr. figura 3).

Nella prima settimana di gennaio le condizioni generali prevalenti sul mercato monetario dell'area dell'euro sono state stabili. Il tasso a un mese e quello a tre mesi erano pari entrambi a circa il 3,2 per cento. Il tasso overnight, misurato dall'EONIA (*euro overnight index average*, una media ponderata dei tassi dei contratti overnight senza garanzia, comunicati da un gruppo selezionato delle principali banche dell'area) era anch'esso vicino al 3,2 per cento nel periodo dal 4 al 7 gennaio.

Figura 3
Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro

(punti percentuali in ragione annua; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: Media per l'area dell'euro dei tassi interbancari a tre mesi fino al 29 dicembre 1998; EURIBOR a tre mesi a partire dal 30 dicembre.

Sebbene non si siano potuti evitare alcuni modesti inconvenienti di natura tecnica, il passaggio all'euro, l'avvio del sistema dei pagamenti del SEBC (TARGET) e l'attività sul mercato monetario nei primi giorni dell'Unione monetaria si sono in genere svolti in modo incoraggiante (cfr. riquadro 3). I differenziali tra i tassi di interesse a breve termine dei paesi partecipanti si sono rapidamente ridotti; ciò testimonia del rapido adattamento al nuovo scenario da parte delle istituzioni creditizie dell'area, attive in transazioni transfrontaliere per sfruttare le possibilità di arbitraggio offerte dal mercato monetario unico. Nello stesso tempo, l'Eurosistema ha osservato nei primi giorni dell'Unione monetaria un ricorso relativamente intenso da

parte delle istituzioni creditizie non solo al rifinanziamento marginale, ma anche al deposito presso la banca centrale. Mentre nel valutare il ricorso al rifinanziamento marginale è necessario ricordare che il differenziale tra il tasso su questa operazione e quello overnight era in quel periodo relativamente basso, così che modesto risultava il suo costo-opportunità, il livello significativo del ricorso al deposito si spiega col fatto che all'avvio della Terza fase non tutte le banche hanno utilizzato la liquidità in eccesso per offrire prestiti sul mercato monetario. Con il previsto ampliamento del corridoio dei tassi sui due tipi di operazioni attivabili dalle controparti, tuttavia, aumenteranno considerevolmente gli incentivi per tutte le istituzioni creditizie a partecipare al mercato monetario.

Livelli storicamente bassi dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

Verso la fine del mese di dicembre 1998 i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato nell'area dell'euro hanno raggiunto livelli storicamente bassi, ben al di sotto del 4 per cento (cfr. figura 4). La riduzione di circa 150 punti base rispetto alla situazione di fine 1997 può essere considerata come una continuazione della tendenza di più lungo termine dei tassi di interesse nell'area dell'euro, stabilmente in calo dal 1995. Questo sviluppo favorevole del mercato dei titoli obbligazionari nell'area è un riflesso del più o meno continuo declino dei tassi di inflazione dal 1995, nonché del corrispondente calo delle aspettative di inflazione a più

Riquadro 3

La transizione all'euro

I mercati finanziari e i sistemi di pagamento e di regolamento hanno aperto la mattina del 31 dicembre 1998 con bassa liquidità e con poche transazioni, come previsto, mentre tutte le borse nell'area dell'euro erano chiuse. Nel primo pomeriggio, dopo l'adozione da parte del Consiglio dell'Unione europea dei rapporti irrevocabili di conversione dell'euro per ognuna delle valute partecipanti, sono state avviate le attività di conversione dei settori finanziari pubblici e privati. Nel corso dei successivi tre giorni e mezzo (noti come "fine settimana di transizione all'euro" o *changeover weekend*), l'intero debito pubblico dei paesi partecipanti è stato ridenominato in euro, banche dati elettroniche contenenti miliardi di informazioni sono state convertite dalle valute nazionali in euro, sistemi e procedure sono stati adattati per funzionare nella nuova valuta. La transizione si è praticamente conclusa nel tardo pomeriggio del 3 gennaio 1999. Il mercato valutario e finanziario globale ha aperto quotando l'euro a Sydney alle 18 del 3 gennaio (orario dell'Europa centrale), mentre tutti i segmenti dei mercati finanziari dell'area dell'euro hanno aperto quotando l'euro il 4 gennaio. Il sistema TARGET ha chiuso alle 19,30 del 4 gennaio, dopo che la comunità finanziaria dell'area aveva operato nella nuova valuta per tutta la giornata. Ciò ha permesso all'Eurosistema di annunciare nello stesso giorno la sua prima operazione principale di rifinanziamento in un contesto completamente operativo nella nuova valuta. Solo cinque giorni erano trascorsi tra l'apertura dei mercati nelle valute nazionali, il 31 dicembre 1998, e la chiusura delle transazioni in euro, il 4 gennaio 1999.

Il *changeover weekend* è trascorso regolarmente, senza che alcun problema di rilievo abbia condizionato il lancio della moneta unica, grazie all'impegno e all'intenso lavoro di un gran numero di istituzioni. La stampa ha riportato che circa 50.000 persone sono state direttamente coinvolte nella transizione durante il weekend, non solo nell'area dell'euro, ma anche negli altri principali centri finanziari.

All'interno dell'Eurosistema i preparativi erano stati avviati da tempo. Il primo piano di azione per il *changeover weekend* era già stato approvato dal Consiglio dell'Istituto monetario europeo nel marzo del 1998. Dopo l'insediamento della BCE, il Consiglio direttivo della BCE ha esaminato i rapporti sulla conversione nel corso di quattro riunioni. Durante il *changeover weekend* molte migliaia di collaboratori erano al lavoro o reperibili presso la BCE e presso le banche centrali nazionali

L'Eurosistema ha svolto un ruolo chiave. Ha collaborato al computo, alla promulgazione e alla diffusione dei rapporti irrevocabili di conversione dell'euro nei confronti di ciascuna delle valute partecipanti; ha coordinato l'ordinata transizione alla moneta unica presso la BCE e le banche centrali nazionali; ha condotto i test finali, quando richiesto, della nuova infrastruttura; ha lanciato la nuova infrastruttura per i pagamenti e il regolamento dei titoli, comprendente TARGET; ha emesso raccomandazioni nei confronti delle istituzioni creditizie e dei sistemi di regolamento in titoli; ha partecipato a gruppi di lavoro ed effettuato test a livello locale con rappresentanti della comunità bancaria. L'Eurosistema ha inoltre identificato alcuni sistemi e operatori definiti "l'infrastruttura centrale" con i quali ha creato appositi punti di contatto per lo scambio di informazioni durante il *changeover weekend*. Questo nucleo comprendeva sistemi di pagamento e compensazione, istituti di custodia centralizzata dei titoli, borse valori e servizi di informazione finanziaria. Sono stati creati un Comitato per il *changeover weekend* e una rete di punti di contatto per raccogliere e distribuire informazioni. E' stato messo a punto un meccanismo per tenere sotto controllo 240 fasi rilevanti nel processo di transizione, ciascuna delle quali avrebbe potuto creare intoppi al lancio dell'euro e al funzionamento del sistema monetario (le cosiddette "pietre miliari"). Sono stati stabiliti contatti con le banche centrali dei paesi non partecipanti, dei paesi del G-10 e di altre nazioni, con la Commissione europea e un con un gruppo parallelo di istituzioni organizzato dal Banking Supervision Committee. Gli organismi decisionali della BCE erano pronti, se necessario, a riunirsi in teleconferenze straordinarie. Le informazioni venivano scambiate di continuo, prima e durante il *weekend*; in particolare, lo stato di avanzamento delle attività relative alla transizione è stato discusso nel corso di tre teleconferenze prima del *weekend* e otto durante il *weekend* tra punti di contatto presso la BCE e presso le banche centrali nazionali.

La principale preoccupazione dell'Eurosistema è stata quella di evitare che una interruzione dovuta a problemi tecnici nella transizione all'euro — presso la BCE, presso le banche centrali nazionali o all'interno dell'infrastruttura centrale — impedisse il funzionamento del sistema monetario, perpetuando la preesistente segmentazione dei mercati monetari, o ponesse le autorità monetarie di fronte a un rischio di instabilità finanziaria nella fase iniziale dell'Unione monetaria.

La conversione dalle valute nazionali all'euro durante il *changeover weekend* ha presentato tutte le caratteristiche tipiche di una grande opera di ingegneria; ha richiesto un impegno di coordinamento, unico nel suo genere, all'Eurosistema, alle banche e alla comunità finanziaria dell'area dell'euro e nel resto del mondo; è stato un test della capacità dell'industria finanziaria europea di lavorare in condizioni di estrema tensione. Il soddisfacente risultato del processo di transizione è indice della qualità del lavoro di preparazione condotto negli ultimi due anni dalla comunità bancaria e dagli operatori dei mercati finanziari dell'area euro.

lungo termine; inoltre, l'andamento rispecchia gli sforzi fatti per il risanamento fiscale nell'area in preparazione del passaggio alla Terza fase e la graduale scomparsa del premio per il rischio di cambio.

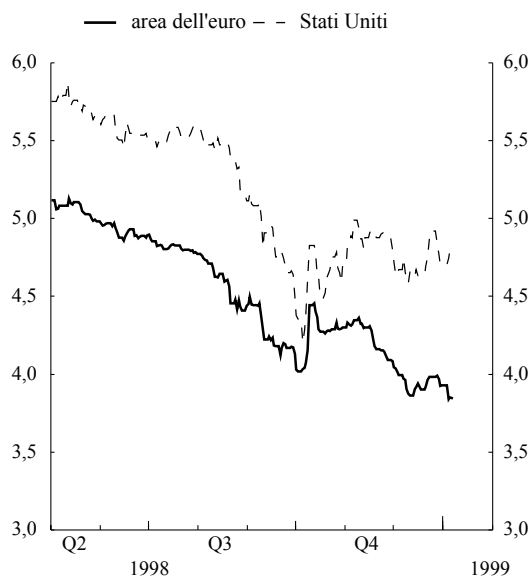
Nel corso del 1998 questo processo di riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si è accentuato, pur in un contesto di eccezionale turbolenza dei mercati finanziari internazionali, che hanno visto flussi di capitali passare dai mercati dei paesi emergenti a quelli dei paesi industrializzati alla ricerca di un "approdo sicuro", nonché una

modifica dell'atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio. Quest'ultima ha provocato una "fuga verso la sicurezza" generalizzata nei mercati finanziari globali, dal mercato azionario a quello obbligazionario dei paesi industrializzati. Nel complesso, ciò ha determinato, in autunno, una maggiore variabilità nei mercati obbligazionari, azionari e valutari. Tuttavia, con il successivo ritorno della variabilità a livelli normali, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno continuato a calare, con ciò segnalando che la "fuga verso la sicurezza" non è stata la sola fonte del calo dei rendimenti e che i fattori

Figura 4

Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(punti percentuali in ragione annua; dati giornalieri)



Fonti: BCE e BRI.

Nota: Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine riferiti a titoli a 10 anni o alla scadenza più vicina disponibile

interni, quali l'ulteriore caduta dell'inflazione e la riduzione dei rischi per la stabilità dei prezzi, hanno svolto un ruolo fondamentale.

Il taglio coordinato dei tassi di interesse effettuato dalle banche centrali nazionali il 3 dicembre 1998 si è riflesso immediatamente in un ulteriore calo dei rendimenti dei titoli a lungo termine, mentre il differenziale tra i rendimenti dei titoli a 10 anni negli Stati Uniti e i rendimenti comparabili nell'area dell'euro si è leggermente ampliato. Nel complesso, nonostante un temporaneo rialzo connesso con il marcato aumento nei rendimenti dei titoli giapponesi, i rendimenti dei titoli obbligazionari a 10 anni nell'area sono calati di quasi 20 punti base durante il mese di dicembre, e un'ulteriore flessione si è osservata in gennaio; per confronto, nel periodo tra il 3 dicembre 1998 e il 7 gennaio 1999 i rendimenti comparabili sono leggermente aumentati negli Stati Uniti e hanno mostrato un significativo incremento, più di 70 punti base, in Giappone. Questi sviluppi, unitamente al fatto che la curva dei rendimenti dell'area si è spostata verso il basso su tutte le scadenze (cfr. riquadro 4) in seguito sia al taglio dei

tassi delle banche centrali nazionali sia all'annuncio riguardante il corridoio per le operazioni su iniziativa delle controparti, indicano che la politica monetaria unica ha già raggiunto un elevato livello di credibilità agli occhi degli operatori finanziari.

Variabilità elevata nei mercati mobiliari

Negli ultimi mesi le quotazioni azionarie nell'area dell'euro hanno notevolmente risentito delle turbolenze nei mercati finanziari internazionali. Misurati con l'indice Dow Jones EURO STOXX, i prezzi hanno mostrato un calo consistente, di circa il 35 per cento, dal picco registrato a metà luglio al minimo ciclico degli inizi di ottobre, per poi risalire ancora, di oltre il 35 per cento, fino alla fine del 1998. Peraltro, riflettendo la forza dei mercati mobiliari dell'area dell'euro nella prima metà del 1998, alla fine di dicembre i corsi azionari erano di circa il 30 per cento superiori ai livelli osservati agli inizi del 1997. Nella prima parte del mese di gennaio le quotazioni nell'area hanno continuato a registrare incrementi.

Il recente elevato livello di variabilità nei mercati mobiliari dell'area, evidente anche nei mercati mobiliari di Stati Uniti e Giappone (cfr. figura 5), sembra aver riflesso due fattori principali. Il primo, la preoccupazione sulla situazione economica in Russia, Asia e America latina, ha portato a un ridimensionamento delle prospettive di crescita dell'economia mondiale; ciò, a sua volta, ha suggerito revisioni verso il basso delle aspettative per le esportazioni e per gli utili societari. Il secondo è rappresentato da un accresciuto livello di incertezza, che ha visto la variabilità nei mercati mobiliari raggiungere livelli eccezionalmente elevati. Ciò può, in parte, esser riconducibile a una riconsiderazione da parte degli operatori economici dei rischi inerenti agli investimenti nei mercati mobiliari in generale. Tuttavia, gli operatori potrebbero aver in seguito considerato eccessivamente pessimistico il ridimensionamento delle prospettive economiche globali; i mercati mobiliari nell'area dell'euro ne avrebbero beneficiato, mostrando una ripresa che è da ricollegarsi an-

Riquadro 4

La struttura per scadenza dal luglio 1998

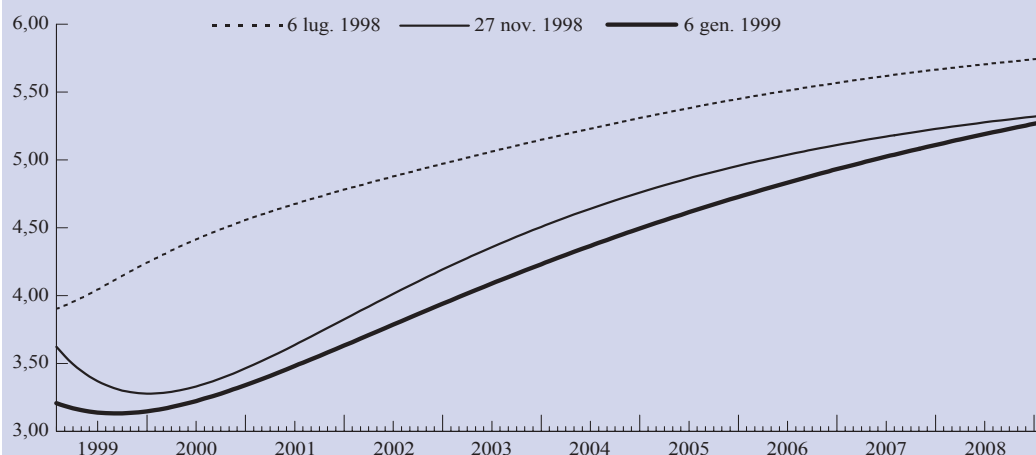
Sotto opportune ipotesi, si può affermare che la curva dei rendimenti riflette le aspettative degli operatori di mercato riguardo al futuro andamento dei tassi di interesse a breve termine. Nello stesso tempo, la struttura per scadenza dei tassi di interesse può fornire utili informazioni sulle aspettative concernenti gli sviluppi futuri dell'inflazione e la crescita dell'attività economica. L'analisi contenuta in questo riquadro considera l'andamento della curva dei rendimenti costruita utilizzando i tassi di interesse che corrispondono alla componente a tasso fisso delle transazioni swap (si ricorda che una transazione swap di interesse è un accordo per scambiare flussi di pagamenti di interessi a tasso fisso con flussi di pagamenti di interessi a tasso variabile).

La struttura per scadenza dell'area dell'euro si è notevolmente modificata nel corso degli ultimi sei mesi. Riflettendo il declino dei tassi di interesse a breve e a lungo termine, essa si è spostata verso il basso su tutte le scadenze. Inoltre, poiché le riduzioni in corrispondenza delle scadenze a lungo termine erano leggermente superiori a quelle a brevissimo termine, si è osservato un leggero appiattimento della curva dei rendimenti, con il differenziale tra i rendimenti swap a 10 anni e i tassi di interesse a tre mesi sul mercato monetario in lieve riduzione. Sebbene i flussi di capitali alla ricerca di un "approdo sicuro", generati dalla turbolenza nei mercati internazionali, possano aver avuto un ruolo nella determinazione dei tassi di interesse a lungo termine in alcuni momenti, la riduzione della pendenza della curva dei rendimenti potrebbe anche corrispondere a un calo dell'inflazione attesa a medio termine nell'area euro.

Il grafico mostra come il profilo dei tassi di interesse overnight a termine impliciti nella struttura a termine dei rendimenti sia cambiato nei sei mesi trascorsi: trascurando considerazioni sul premio per il rischio relativo alla distanza dalla scadenza, nella prima parte del mese di luglio 1998 i mercati finanziari si aspettavano nell'area tassi di interesse overnight a livelli appena inferiori al 4 per cento per l'inizio del 1999 e successivamente in graduale aumento. Il profilo osservato nei primi giorni di gennaio 1999, al contrario, mostra un mutamento delle aspettative che parzialmente riflette la convergenza dei tassi di interesse a breve termine nell'area su livelli inferiori a quelli dei paesi dove originariamente essi si collocavano ai livelli più bassi.

All'inizio di gennaio 1999 gli operatori di mercato si aspettavano solo una leggera riduzione dei tassi overnight per i mesi a venire, seguita da un successivo rialzo. Questo profilo implicito nella struttura per scadenza poteva essere osservato anche nei mercati futures: all'inizio di gennaio il tasso di interesse a tre mesi implicito nei contratti futures sugli euro depositi con scadenza metà marzo e metà giugno 1999 era leggermente più basso di quello spot.

Tassi di interesse overnight a termine dell'area dell'euro impliciti nei tassi swap (punti percentuali in ragione annua; dati giornalieri)



Fonte: Stima BCE secondo il metodo illustrato nell'articolo "Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-94" di L.E.O. Svensson (1994), IMF WP/94/114, Washington, DC. I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti swap.

che a quella registrata nei mercati mobiliari degli Stati Uniti. Ciò nonostante, la variabilità non è ancora tornata sui più bassi livelli osservati agli inizi del 1998, prima del diffondersi di turbolenze nei mercati finanziari.

Passando ad analizzare gli sviluppi settoriali dei mercati azionari nell'area dell'euro, si può rilevare che sono emerse negli ultimi mesi importanti differenze. In corrispondenza della fase di riduzione dei valori del mercato mobiliare, nei mesi autunnali, le maggiori flessioni, di oltre il 40 per cento, sono state osservate nei settori automobilistico, bancario e tecnologico. Oltre all'influenza esercitata dalle dinamiche del mercato mobiliare globale, nel caso del settore bancario i fattori chiave di tale evoluzione sembra siano state le preoccupazioni per l'esposizione nei confronti dei mercati emergenti. Tuttavia, in linea con la tendenza generale, una certa ripresa è stata successivamente osservata in questi tre settori, in cui i corsi alla fine del 1998, pur restando del 20-25 per cento al di sotto dei picchi precedenti, erano ancora notevolmente al di sopra dei rispettivi livelli della fine del 1997. Altri settori, come quello dei servizi al dettaglio e dei servizi di pubblica utilità, hanno dimostrato considerevoli capacità di ripresa durante le turbolenze del mercato mobiliare, con prezzi a fine 1998 vi-

2 I prezzi

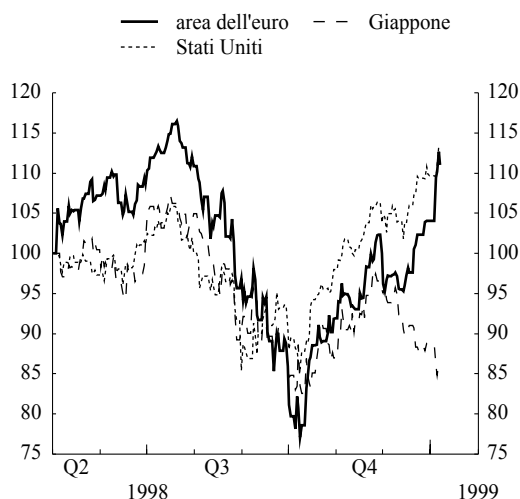
Aumenti dei prezzi al consumo in progressiva riduzione

I recenti aumenti dei prezzi al consumo nell'area dell'euro sono risultati progressivamente più contenuti, rimanendo in linea con la definizione quantitativa di stabilità adottata dall'Eurosistema. In termini dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), la variazione percentuale annua dei prezzi al consumo nell'area dell'euro è stata dello 0,9 per cento a novembre, 0,1 punti percentuali in meno rispetto a settembre e ottobre. Dal secondo trimestre del 1998, quando l'incremento annuo dello IAPC per l'area dell'euro raggiunse l'1,4 per cento, si è osservata una riduzione di 0,5 punti percentuali.

Figura 5

Indici dei corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone

(1° maggio 1998 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters per l'area dell'euro; BRI per Stati Uniti e Giappone
Nota: Indice Dow Jones EURO STOXX (prezzi azionari) per l'area dell'euro, Standard and Poor's 500 per Stati Uniti e Nikkei 225 per Giappone.

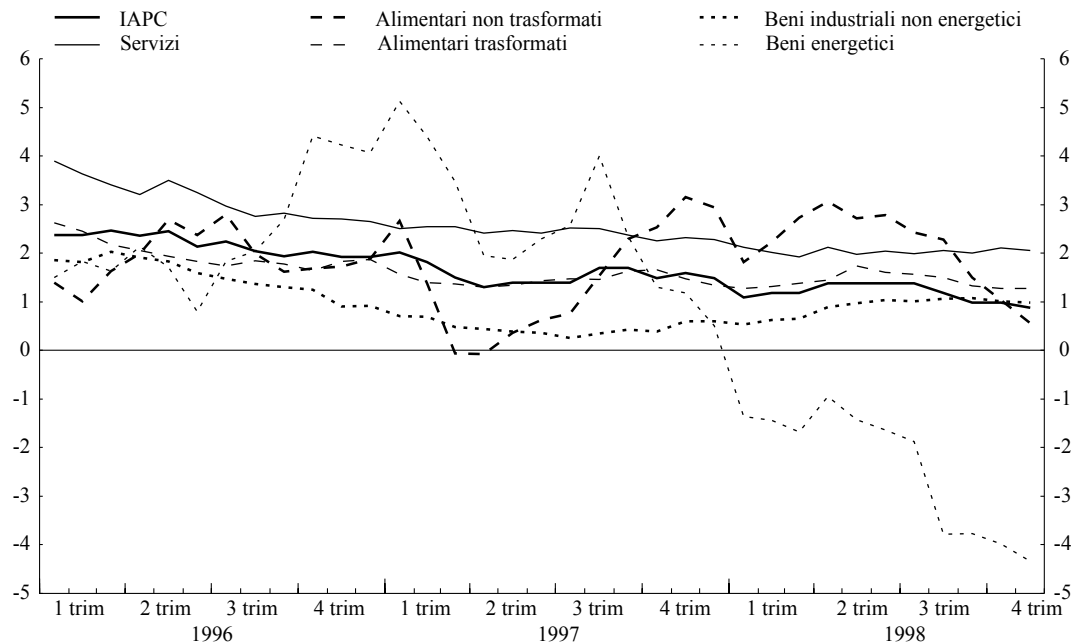
cini ai precedenti picchi di metà luglio. Da questi sviluppi settoriali si evince che, sebbene i settori esposti alla congiuntura internazionale abbiano tendenzialmente registrato risultati negativi, quelli che dipendevano in maggior misura dalla forza della domanda interna hanno mostrato una dinamica relativamente più vivace.

Da un'analisi disaggregata degli sviluppi dello IAPC risulta che le principali tendenze a cui è riconducibile il calo negli ultimi mesi sono continuate in novembre. In particolare, gli aumenti dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati si sono ulteriormente ridotti, allo 0,6 per cento, mentre la caduta nei prezzi energetici è risultata via via più accentuata, portandosi al -4,3 per cento (cfr. tavola 1). Per quanto riguarda i prezzi dei prodotti alimentari non trasformati, che mostrano generalmente un certo grado di variabilità, gli aumenti sono stati moderati da aprile, quando gli effetti derivanti dalla temporanea carenza di offerta nel corso del 1997 hanno cessato di influenzare al rialzo i tassi di crescita sui 12 mesi.

Figura 6

Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Nota: Per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, si vedano le rispettive tavole e figure nella sezione "Statistiche dell'area dell'euro" di questo Bollettino. Ultimi dati: IAPC totale: 0,9% (nov. 1998); servizi: 2,1% (nov. 1998); alimentari non trasformati: 0,6% (nov. 1998); alimentari trasformati: 1,3% (nov. 1998); beni industriali non energetici: 1,0% (nov. 1998); beni energetici: -4,3% (nov. 1998).

Tavola I

Prezzi e costi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998
				1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	lug.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti													
IAPC	2,2	1,6	.	1,2	1,4	1,2	.	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9	.
Alimentari trasformati	2,0	1,5	.	1,3	1,6	1,5	.	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3	.
Alimentari non trasformati	1,9	1,5	.	2,3	2,9	2,1	.	2,4	2,3	1,5	1,0	0,6	.
Beni industriali non energetici	1,5	0,5	.	0,6	1,0	1,1	.	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	.
Beni energetici	2,4	2,6	.	-1,5	-1,3	-3,2	.	-1,9	-3,8	-3,8	-4,0	-4,3	.
Servizi	3,1	2,4	.	2,0	2,0	2,0	.	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	.
Altri indicatori di prezzi e costi													
Prezzi alla produz. dei beni industr. ¹⁾	0,7	1,1	.	0,5	-0,2	-1,3	.	-0,8	-1,4	-1,6	-1,9	.	.
Costo del lavoro per un. di prodotto ²⁾	1,8	0,6	.	-2,3	-0,5	.	.	-	-	-	-	-	-
Redditi per addetto da lavoro dip. ²⁾	3,4	2,6	.	1,0	1,2	.	.	-	-	-	-	-	-
Produttività del lavoro ²⁾	1,6	2,1	.	3,4	1,7	.	.	-	-	-	-	-	-
Prezzo del petrolio (ecu per barile) ³⁾	15,9	17,1	12,0	13,6	12,8	11,7	10,0	11,9	11,3	11,9	11,1	10,2	8,7
Prezzi delle materie prime in ecu ⁴⁾	-6,9	13,0	-12,5	-0,1	-10,7	-18,1	-20,5	-14,4	-19,0	-20,9	-23,6	-18,4	-19,5

Fonti: Eurostat, dati nazionali, HWWA ed elaborazioni della BCE.

Nota: Per ulteriori informazioni sui dati utilizzati si vedano le rispettive tavole e figure nella sezione "Statistiche dell'area dell'euro" di questo Bollettino.

1) Sono escluse le costruzioni.

2) Intera economia.

3) Qualità Brent (per consegna a termine di un mese).

4) Sono esclusi i beni energetici.

L'ulteriore riduzione nei prezzi dei prodotti energetici ha riflesso la continuazione della caduta del prezzo del petrolio che, espresso in ecu, ha raggiunto a dicembre un livello inferiore di circa il 45 per cento rispetto a quello registrato alla fine del 1997. Inoltre, i prezzi delle materie prime non energetiche sono rimasti considerevolmente al di sotto dei livelli del 1997. Riguardo agli altri sotto-indici, modesti aumenti di prezzi sono stati ancora registrati nei prodotti alimentari trasformati; gli aumenti dei prezzi dei prodotti industriali non energetici sono rimasti sostanzialmente invariati, all'1,0 per cento; i prezzi dei servizi hanno continuato a salire di circa il 2 per cento.

Numerosi altri indicatori di costi e prezzi corroborano un quadro generale di stabilità nell'area dell'euro (cfr. tavola 1; per osservazioni metodologiche concernenti le statistiche sui prezzi e sui costi, cfr. riquadro 5). In particolare, gli aumenti dei prezzi alla produzione hanno mostrato una graduale flessione dalla fine del 1997, — principalmente in conseguenza del calo dei prezzi dei beni intermedi — e, dopo una deflazione da maggio 1998, in ottobre i prezzi alla produzione sono risultati inferiori dell'1,9 per cento rispetto al livello di dodici mesi prima. Inoltre, gli aumenti del costo del lavoro sono rimasti contenuti nella prima metà del 1998. In particolare, nel primo trimestre dell'anno i costi unitari del lavoro si sono ridotti, in quanto la più sostenuta attività economica ha

Riquadro 5

Statistiche non finanziarie per l'analisi degli sviluppi economici nell'area dell'euro

Per valutare gli sviluppi macroeconomici nell'area dell'euro è necessaria un'ampia gamma di statistiche affidabili e aggiornate per l'intera area. In particolare, devono essere garantite una copertura sufficiente dei vari fenomeni e un'elevata confrontabilità dei dati nazionali. Tuttavia molti dei dati, e soprattutto le serie storiche relative a un arco temporale più esteso, sono al momento disponibili solo su base non armonizzata. La definizione e la raccolta delle statistiche erano responsabilità dei singoli paesi e in passato la necessità di dati armonizzati era limitata. Nel tempo sono stati definiti in sede internazionale criteri e definizioni comuni, ma solo recentemente ha preso l'avvio un progetto di costruzione di una base statistica armonizzata in Europa, anche sulla spinta di requisiti informativi formalizzati in sede legislativa. Questo riquadro descrive brevemente le statistiche su prezzi e costi, produzione e domanda, mercato del lavoro, attualmente disponibili per l'area dell'euro; vengono inoltre indicate le aree dove sono ipotizzabili miglioramenti nel prossimo futuro (cfr. anche la sezione di questo Bollettino "Statistiche dell'area dell'euro").

La BCE e il suo predecessore, l'Istituto monetario europeo (IME), hanno sempre sostenuto con vigore le iniziative a livello europeo tese a realizzare una base statistica adatta alle esigenze della politica monetaria unica. Un impulso importante alla predisposizione di una base statistica europea è venuto dalla necessità di disporre di statistiche confrontabili per la valutazione della convergenza; le esigenze della BCE configurano tuttavia una base dati più ampia e al tempo stesso più dettagliata. Inoltre, la tempestività delle informazioni relative all'area è di fondamentale importanza per un utilizzo nella conduzione della politica monetaria. Questo tipo di esigenze è stato riconosciuto in numerosi Regolamenti della UE sulle statistiche, emanati negli ultimi anni dal Consiglio dell'Unione europea su proposta della Commissione (cfr. di seguito); esistono inoltre anche altre iniziative che contribuiranno alla realizzazione della base statistica dell'area, quali l'accordo tra l'Ufficio statistico delle Comunità europee (Eurostat) e tutti gli istituti statistici nazionali (ISN) della UE per rendere disponibili con la massima tempestività le principali tra le variabili che già vengono prodotte. Risultato di tutte queste iniziative è un notevole miglioramento della situazione dei dati disponibili; ulteriori miglioramenti in alcune aree si prevedono nel corso del 1999.

Tuttavia, ove non si possa ancora disporre in maniera tempestiva di dati armonizzati, è necessario servirsi delle stime migliori provenienti da fonti nazionali. Tali stime, sono generalmente basate su informazioni provenienti dalla maggior parte dei paesi.

Statistiche dei prezzi e dei costi

Per la conduzione della politica monetaria l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro è di fondamentale importanza. Lo IAPC e le sue componenti sono forniti tempestivamente dall'Eurostat e risultano armonizzati per quanto riguarda la copertura, le procedure di correzione per tener conto di variazioni nella qualità dei beni e numerosi dettagli tecnici. Un maggior grado di armonizzazione e un ampliamento della copertura dell'indice, per includere ad esempio le spese per l'istruzione e per i servizi sanitari, sono previsti nei prossimi due anni. Tuttavia, si ritiene che l'attendibilità, la tempestività e confrontabilità delle serie disponibili siano già sufficienti affinché la BCE possa compiere le proprie analisi a fini di politica monetaria.

I deflatori della contabilità nazionale, i prezzi alla produzione e i costi del lavoro sono altri indicatori utilizzati per l'analisi dell'evoluzione dei prezzi. Essi non sono ancora basati su dati completamente armonizzati e hanno un diverso grado di copertura e confrontabilità. La maggior parte dei dati utilizzati in tale contesto proviene dall'Eurostat; si prevedono miglioramenti risultanti dall'applicazione del Regolamento sul Sistema europeo dei conti nazionali e regionali 1995 (ESA 95), nel secondo trimestre del 1999, e del Regolamento sulle statistiche a breve termine, a partire dal 1999. E' stata inoltre avviata un'altra iniziativa volta ad armonizzare le misure del PIL reale nel contesto del Patto di stabilità e crescita. Attualmente, nonostante sia possibile effettuare analisi ragionevoli utilizzando i deflatori dei conti nazionali a livello aggregato, essi contengono dati stimati per alcuni paesi di minor dimensione, che non dispongono ancora della contabilità nazionale su base trimestrale. Le statistiche sui prezzi alla produzione sono alquanto eterogenee in termini di definizioni utilizzate. Le misure standardizzate sul costo del lavoro non sono ancora disponibili per tutti i paesi con frequenza trimestrale, ma dovrebbero esserlo dalla primavera 1999.

Statistiche della produzione e della domanda

I dati sul PIL dell'area dell'euro e sulle componenti di domanda sono pubblicate dall'Eurostat. Le statistiche trimestrali comprendono una stima per gli Stati membri che non dispongono ancora della contabilità nazionale su base trimestrale. Le stime del PIL dell'area dell'euro sono elaborate anche dalla BCE sulla base di dati nazionali (che non vengono presentati nella sezione sulle "Statistiche dell'area dell'euro"). Differenze tra gli aggregati pubblicati dall'Eurostat e le stime basate sui dati nazionali possono emergere in ragione delle rispettive correzioni per i giorni lavorativi e per gli effetti della stagionalità, in particolare per i dati relativi alla Germania. Come si è già detto, l'attuazione dell'ESA 95 amplierà durante il 1999 la disponibilità dei dati di contabilità nazionale.

In tutti gli Stati membri sono inoltre disponibili, su base mensile, indicatori a breve termine di natura sia quantitativa sia qualitativa, specificamente dati della produzione industriale e risultati di sondaggi (per esempio, sul clima di fiducia dei consumatori, nel settore industriale e in quello delle costruzioni). Molti dei dati quantitativi esaminati dalla BCE sono contemplati nel Regolamento della UE sulle statistiche a breve termine e sono previsti miglioramenti nella produzione delle statistiche per l'area dell'euro nel suo complesso. La copertura dei paesi, la confrontabilità dei dati e la tempestività della loro diffusione negli Stati membri rappresentano le questioni più importanti in merito alle statistiche della produzione industriale. Questi rilievi si applicano anche alle statistiche sul volume delle vendite al dettaglio e a informazioni di altro tipo sull'attività nel settore dei servizi. I dati nazionali forniscono perciò preziose informazioni complementari.

Statistiche del mercato del lavoro

Per quanto concerne le statistiche sull'occupazione, sono disponibili per la maggior parte dei paesi dati trimestrali e talvolta mensili. I dati provengono da fonti diverse (indagini, registri) e pertanto non sono completamente confrontabili. Un'analisi settoriale affidabile, tempestiva e con elevata frequenza dell'occupazione non è ancora disponibile. I dati sull'occupazione sono pubblicati dall'Eurostat su base standardizzata e possono pertanto differire da quelli di fonte nazionale. Sebbene desiderabile, al momento non è ancora possibile effettuare, con frequenza mensile, una disaggregazione standardizzata della disoccupazione nelle componenti di breve e lunga durata. Oltre ai due suddetti Regolamenti della UE, i risultati delle nuove indagini regolari sulle forze di lavoro, anch'esse introdotte da Regolamenti della UE, miglioreranno la disponibilità di dati nel prossimo futuro.

portato a una maggiore crescita della produttività e l'aumento dei redditi unitari ha rallentato. In seguito, la minor crescita della produttività si è accompagnata al proseguimento della moderazione

salariale e i costi unitari del lavoro sono così rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente.

3 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

Crescita in calo nel terzo trimestre

Le informazioni attualmente disponibili indicano una riduzione della crescita nell'area dell'euro nel secondo semestre del 1998, dopo l'espansione sostenuta dell'attività registrata nella prima metà dell'anno (per le note metodologiche sui dati utilizzati per l'analisi degli andamenti della produzione, della domanda e del mercato del lavoro, cfr. riquadro 5). Il rallentamento risulta coerente con l'aspettativa che il deterioramento del contesto internazionale avrebbe finito per

incidere sull'attività nell'area dell'euro. Una prima stima dell'Eurostat per il terzo trimestre del 1998 indica una crescita del PIL nell'area dell'euro del 2,4 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (cfr. tavola 2), mentre nel primo semestre del 1998 il tasso medio di crescita sul periodo corrispondente è stato pari al 3,1 per cento; il confronto con il dato del primo semestre è probabilmente più appropriato di quello con i dati relativi ai primi due trimestri singolarmente considerati, che sono stati fortemente influenzati dalla data delle festività pasquali: a causa della mancata

Tavola 2

Produzione, domanda e mercato del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue, salvo diversa indicazione)

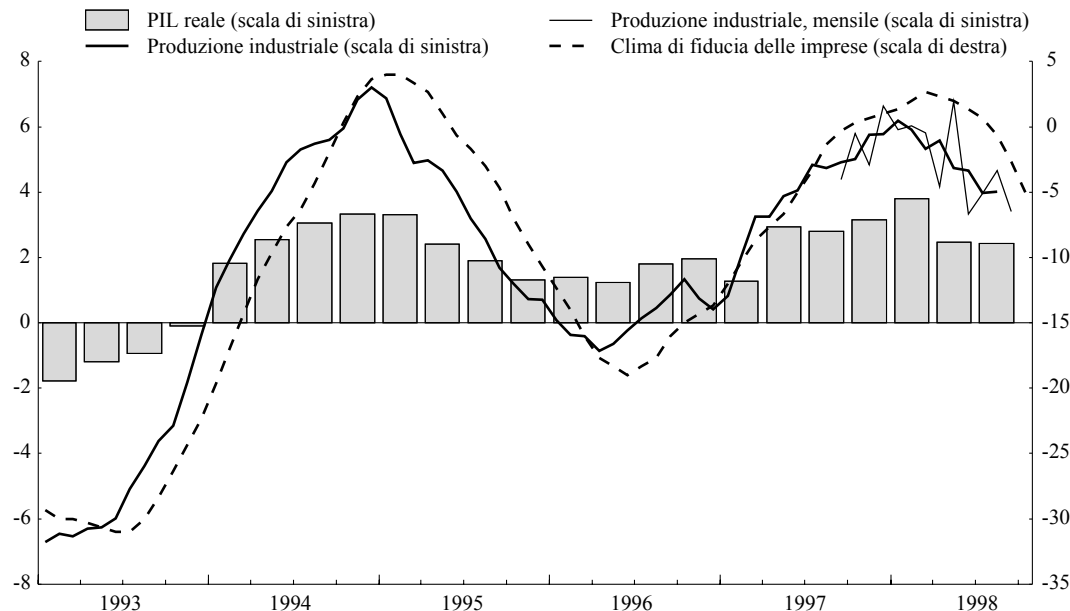
	1995	1996	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998
				4 trim.	1 trim.	2 trim.	3 trim.	mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.
	medie mobili centrate di 3 mesi												
PIL reale	2,2	1,6	2,5	3,2	3,8	2,5	2,4	-	-	-	-	-	-
Produzione industriale, escl. costruzioni di cui:	3,4	0,0	4,1	5,7	6,3	4,4	4,0	4,4	4,7	4,0	4,0	.	.
Settore manifatturiero	3,5	-0,2	4,7	6,4	7,3	5,0	4,3	5,0	5,3	4,4	4,3	.	.
<i>principali categorie di prodotti industriali:</i>													
Beni intermedi	2,5	-0,6	5,4	7,2	7,3	4,3	3,3	4,3	4,3	3,6	3,3	.	.
Beni di capitale	7,3	1,7	4,2	6,1	9,2	6,6	7,0	6,6	7,5	6,7	7,0	.	.
Beni di consumo	1,0	-0,6	1,9	3,0	3,4	3,8	3,5	3,8	4,4	3,5	3,5	.	.
Costruzioni	0,0	-2,3	-1,2	-0,1	3,0	0,0	-1,9	0,0	0,7	-0,6	-1,9	.	.
Utilizzo della capacità produttiva (in perc.) ¹⁾	82,6	80,3	81,6	82,7	83,1	83,6	83,3	-	-	-	-	-	-
Clima di fiducia	0,6	-2,5	2,7	3,7	3,9	4,5	3,1	4,5	4,3	3,7	3,1	2,2	1,9
Clima di fiducia dei consumatori ²⁾	-1	-8	-3	1	4	7	7	7	7	7	7	8	9
Clima di fiducia del settore industriale ²⁾	6	-8	3	8	10	10	7	10	9	8	7	5	3
Clima di fiducia del settore delle costruzioni ²⁾	-3	-13	-10	-8	-1	2	10	2	4	7	10	9	9
Vendite al dettaglio, a prezzi costanti	2,0	1,1	0,9	2,2	2,7	1,8	3,0	1,8	2,7	2,9	3,0	.	.
Immatricolazione di autovetture	0,3	6,6	3,9	11,2	12,6	3,3	7,5	3,3	6,5	6,6	7,5	5,1	7,8
Occupazione (totale)	0,4	0,2	0,3	0,5	1,0	1,1	1,4	-	-	-	-	-	-
Disoccupazione (variaz. annua in migliaia)	-306	422	105	-28	-417	-699	-901	-699	-797	-864	-901	-961	-1008
Disoccupazione (valori percentuali)	11,4	11,6	11,7	11,6	11,3	11,1	11,0	11,1	11,1	11,0	11,0	10,9	10,9

Fonti: Eurostat, European Commission Business and Consumer Surveys, ACEA/A.A.A., dati nazionali e calcoli della BCE.

Nota: Per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, si vedano le rispettive tavole e figure nella sezione "Statistiche dell'area dell'euro" del presente Bollettino. Tutti i dati sono stagionalizzati, tranne quelli relativi alla produzione industriale (corretti per il numero di giorni lavorativi), alle vendite al dettaglio e alle immatricolazioni di autovetture.

1) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre di ogni anno. I dati trimestrali qui presentati rappresentano la media di due indagini successive, una condotta all'inizio del trimestre in questione e l'altra condotta all'inizio del trimestre seguente.

2) Saldi percentuali; deviazioni dalla media nel periodo a partire da gennaio 1985.

Figura 7**Produzione e clima di fiducia delle imprese industriali nell'area dell'euro***(variazioni percentuali annue; saldi percentuali per il clima di fiducia delle imprese)*

Fonti: Eurostat e European Commission Business and Consumer Surveys.

Nota: Per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, si vedano le rispettive tavole e figure nella sezione "Statistiche dell'area dell'euro" del presente Bollettino. Tutti i dati sono destagionalizzati. I dati sulla produzione industriale (totale, escluse le costruzioni) e sul clima di fiducia delle imprese sono medie mobili centrate di tre mesi.

Ultima osservazione: PIL reale: 2,4% (3° trim. 1998); produzione industriale (media mobile centrata di tre mesi): 4,0% (ag. 1998); produzione industriale (mensile): 3,4% (sett. 1998); clima di fiducia delle imprese (media mobile centrata di tre mesi): -5 (ott. 1998).

correzione per gli effetti del diverso numero di giorni lavorativi nei dati trimestrali pubblicati, se ne ricaverrebbe, a prima vista, l'indicazione di un sostanziale calo del ritmo di crescita, che si colloca al 2,5 per cento nel secondo trimestre, e quindi solo un ulteriore minimo rallentamento nel terzo trimestre.

La più modesta espansione dalla primavera del 1998 si è rispecchiata nella minore crescita della produzione industriale. Rispetto all'anno precedente, l'indice generale della produzione industriale è aumentato del 4,0 per cento nel terzo trimestre del 1998, dopo gli aumenti del 4,4 per cento nel secondo trimestre e del 6,3 nel primo. I dati diffusi dalle autorità nazionali sono in alcuni casi disponibili fino a ottobre e indicano una ulteriore decelerazione della produzione. Il settore manifatturiero, che risente in modo più accentuato delle fluttuazioni congiunturali, ha registrato un indebolimento della crescita della produzione dal 7,3 per cento del primo trimestre del 1998, al 5,0 nel secondo e al 4,3 nel terzo, principalmente per il rallentamento nella

produzione dei beni intermedi. Anche la produzione di beni strumentali ha registrato ritmi di espansione inferiori a quelli, sostenuti, del primo trimestre; tuttavia si è mantenuta su tassi elevati, 7 per cento circa, grazie soprattutto al settore automobilistico. L'aumento medio delle immatricolazioni di autovetture nei mesi di ottobre e novembre induce a ritenere che tale influenza positiva potrebbe essere continuata nel quarto trimestre. Infine, anche la produzione di beni di consumo è cresciuta negli ultimi tre trimestri a un tasso relativamente stabile, prossimo al 3,5 per cento.

Le variazioni dell'indicatore del clima di fiducia delle imprese, risultanti dall'indagine della Commissione europea, sono dovute in larga misura a cambiamenti nella valutazione del volume degli ordini e delle aspettative di produzione. Nel settore manifatturiero, in linea con il deterioramento della situazione mondiale, le valutazioni degli ordini, rimaste sostanzialmente immutate durante la prima metà del 1998, sono successivamente

peggiorate nei mesi da agosto a novembre. Il deterioramento è stato leggermente più pronunciato per gli ordini esteri che per quelli nazionali. Inoltre, le aspettative di produzione sono divenute più pessimistiche. Nell'insieme, ciò ha condotto a un peggioramento nel clima di fiducia delle imprese, il cui livello, misurato sulla base di una media mobile centrata trimestrale, è diminuito significativamente verso la fine dell'anno, avvicinandosi al valore medio degli ultimi dieci anni. Poiché gli andamenti del clima di fiducia delle imprese solitamente forniscono indicazioni abbastanza affidabili sugli sviluppi a breve termine nella produzione e negli investimenti fissi del settore privato, le recenti tendenze suggerirebbero che può essersi realizzato un ulteriore calo del tasso di crescita del PIL verso la fine del 1998 (cfr. figura 7).

Su base destagionalizzata, il grado di utilizzo della capacità produttiva è diminuito di 0,3 punti percentuali nel terzo trimestre dello scorso anno; pari all'83,3 per cento, è rimasto di 1,5 punti percentuali al di sopra della media di lungo termine e superiore anche al picco registrato a metà del 1995. Fino al terzo trimestre del 1998 il grado di utilizzo degli impianti è stato superiore per un anno a quello medio senza che ciò abbia determinato un forte aumento della formazione di capitale fisso per allentare i vincoli di capacità. Ciò può essere spiegato considerando che le aspettative sul volume degli ordini e sulla produzione riguardavano soprattutto il futuro immediato, mentre le decisioni di investimento sono di regola assunte sulla base di valutazioni relative a un orizzonte temporale più lungo.

Per quanto riguarda il settore delle costruzioni la crescita dell'attività è diminuita notevolmente nel secondo trimestre del 1998 e si è trasformata in flessione nel terzo. Tuttavia, il clima di fiducia del settore ha cominciato ad aumentare all'inizio del 1998 e nella seconda metà dell'anno ha superato i livelli registrati durante la breve ripresa della fine del 1994. Mentre gli andamenti della produzione nella prima metà dell'anno, tenendo conto delle condizioni meteorologiche, apparivano in linea con il proseguimento della graduale ripresa avviata nella seconda metà del 1997, i dati del terzo trimestre

sembrano indicare un nuovo indebolimento. Tuttavia, considerato il livello elevato del clima di fiducia, i dati più recenti sulla produzione di questo settore potrebbero riflettere fattori temporanei.

Un segnale incoraggiante deriva dal fatto che sinora non si è manifestato un rallentamento della domanda di consumo. Durante i mesi estivi dello scorso anno il clima di fiducia dei consumatori era rimasto sostanzialmente immutato; successivamente, si è avuto un rinnovato aumento dell'ottimismo fino a novembre, quando il clima di fiducia ha raggiunto un livello solo marginalmente inferiore al massimo degli ultimi dieci anni. L'aumento effettivo e atteso dell'occupazione nonché quello del potere di acquisto dovuto alla caduta dei prezzi delle materie prime energetiche possono aver contribuito ai continui miglioramenti del clima di fiducia dei consumatori, come indicato in recenti indagini della Commissione europea. Inoltre, qualora si prescindano dagli effetti sul profilo trimestrale di un aumento dell'imposizione indiretta, le vendite al dettaglio sembrano essere aumentate nella prima metà del 1998 a ritmi stabili, superiori al 2 per cento; se misurati sulla base di medie mobili trimestrali, gli ultimi dati disponibili per il 1998 indicano un'accelerazione delle vendite.

È proseguito l'incremento della occupazione

Nonostante le recenti indicazioni di indebolimento dell'attività economica, l'aumento dell'occupazione nell'area dell'euro è proseguito durante l'autunno. Sulla base dei dati nazionali si stima che nel terzo trimestre del 1998 l'occupazione complessiva nell'area sia aumentata dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente. Pertanto l'aumento dell'occupazione osservato dalla primavera del 1997 si è consolidato nei primi tre trimestri del 1998, con tassi di crescita annuali superiori all'1 per cento (cfr. tavola 2). Riflettendo il rallentamento dell'attività nel settore manifatturiero, che rappresenta circa un quinto dell'occupazione complessiva, l'aumento dell'occupazione è proseguito nel terzo trimestre a un ritmo più

lento (0,4 per cento rispetto al trimestre precedente, in confronto ai tassi dello 0,8 e dell'1,2 per cento registrati, rispettivamente, nel secondo e nel primo trimestre). Viceversa, l'incremento dell'occupazione negli altri settori, segnatamente in quello dei servizi, sembra aver mostrato una certa accelerazione.

La disoccupazione è diminuita a un ritmo graduale

Ai recenti aumenti dell'occupazione ha corrisposto, a partire dall'ottobre 1997, una diminuzione della disoccupazione nell'area. Tuttavia, la flessione del tasso di disoccupazione standardizzato è stata molto graduale e la riduzione, misurata sulla base dei dati pubblicati, si è più volte arrestata. Ciò si è ripetuto nel novembre 1998, quando, secondo le stime dell'Eurostat, il tasso di disoccupazione è rimasto immutato al 10,8

per cento rispetto al mese precedente (10,9 nel mese di settembre, l'11,6 dodici mesi prima). Una possibile spiegazione del lento ritmo di diminuzione del tasso di disoccupazione è che un maggior numero di persone si sia iscritto agli uffici di collocamento come conseguenza del diffondersi della percezione di un miglioramento delle prospettive di occupazione.

Si stima che, in valore assoluto, il numero di disoccupati nell'area dell'euro sia diminuito di poco più di un milione di unità nei 12 mesi terminanti a novembre del 1998. Tale valore è circa il doppio della riduzione osservata durante la breve ripresa del 1994-95. Secondo i dati dell'Eurostat relativi alla disoccupazione per fasce di età, la ripresa della creazione netta di posti di lavoro sembra aver interessato in particolare i giovani al di sotto dei 25 anni di età.

4 Il tasso di cambio e la bilancia dei pagamenti

L'andamento del mercato valutario riflette le incertezze a livello mondiale

Sebbene i mercati finanziari nella maggior parte del mondo abbiano registrato una ripresa verso la fine del 1998, gli indicatori delle condizioni economiche mondiali hanno continuato a dare segnali contrastanti; le incertezze associate allo sviluppo dell'attività economica e del commercio internazionale hanno continuato a sottolineare, prevalentemente, la possibilità di un peggioramento. Di conseguenza, la variabilità dei mercati valutari si è protratta al mese di dicembre.

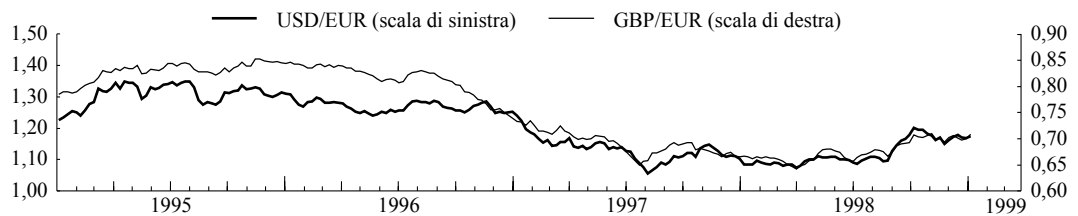
Partendo da un livello di 1,15 dollari alla fine di novembre, nella prima metà di dicembre l'ecu si è apprezzato nei confronti della valuta statunitense, fino a raggiungere un livello di 1,18, pur in presenza di indicazioni di un rallentamento dell'economia statunitense ricavabili dall'andamento di alcuni indicatori anticipatori e degli utili aziendali. I dati diffusi successivamente hanno comunque rivelato una crescita sostenuta dell'economia statunitense

nel terzo trimestre del 1998, con un elevato livello di spesa per consumi confermato da numerosi indicatori. Pertanto, nella seconda metà di dicembre l'ecu si è leggermente deprezzato, terminando il mese a 1,17 dollari, poco al di sopra del livello di fine novembre. Dopo i primi giorni di contrattazione l'euro è stato quotato 1,16 dollari il 7 gennaio 1999, l'ultimo giorno del periodo considerato in questo Bollettino.

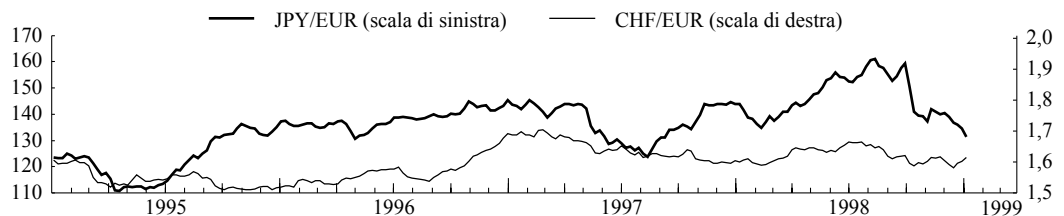
Nei confronti dello yen l'ecu si è deprezzato in misura significativa durante il mese di dicembre, scendendo da 142 a 133 yen, in primo luogo per l'apprezzamento della moneta nipponica nei confronti del dollaro - apprezzamento che gli operatori hanno posto in relazione più al rimpatrio di fondi in Giappone che a miglioramenti sostanziali nelle prospettive di quell'economia. In effetti, secondo l'indagine trimestrale Tankan della Banca del Giappone, il clima di fiducia delle imprese è leggermente peggiorato nel mese di dicembre, rispetto alla situazione di tre mesi prima. Il 7 gennaio 1999 la quotazione dell'euro è stata pari a 129 yen.

Figura 8

Tassi di cambio ¹⁾ (medie settimanali)

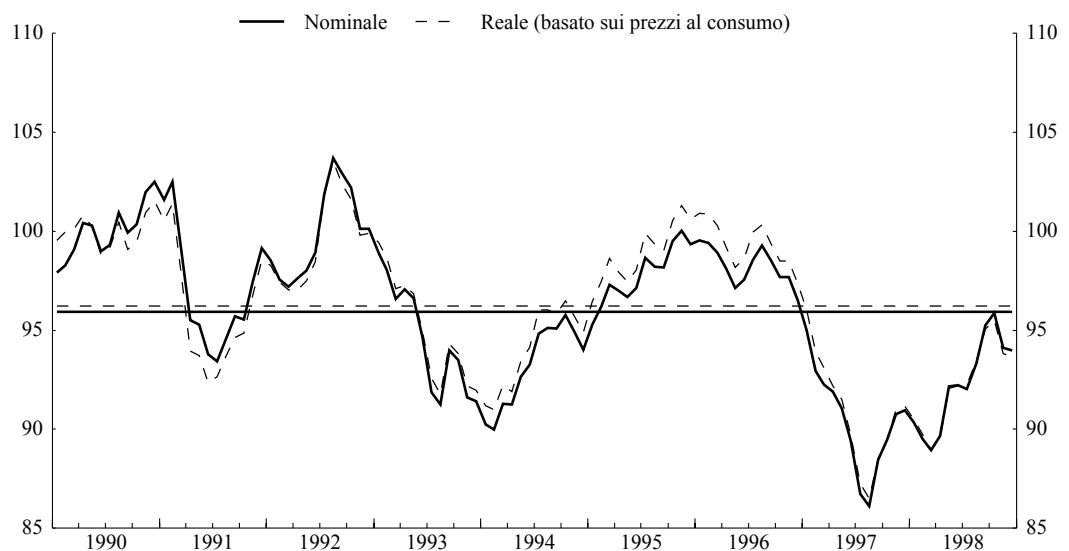


Ultima osservazione: USD/EUR: 1.17 (dal 4 al 7 gennaio 1999); GBP/EUR: 0.71 (dal 4 al 7 gennaio 1999).



Ultima osservazione: JPY/EUR: 131,39 (dal 4 al 7 gennaio 1999); CHF/EUR: 1,61 (dal 4 al 7 gennaio 1999).

Tassi di cambio effettivi dell'area dell'euro; indice 1990 = 100 ²⁾ (medie mensili)



Ultima osservazione: effettivo nominale: 94,0 (dicembre 1998); effettivo reale: 93,6 (dicembre 1998).

Fonte: BRI.

- 1) I dati si riferiscono ai tassi di cambio bilaterali rispetto all'ecu fino alla fine del 1998, dall'inizio del 1999 tassi di cambio dell'euro. Per la prima settimana di gennaio 1999, i dati si riferiscono ai valori medi per il periodo dal 4 al 7 gennaio 1999.
- 2) Dati calcolati dalla BRI; i dati sono medie ponderate dei tassi di cambio effettivi dei paesi dell'area dell'euro rispetto ai partner commerciali dell'area (cfr. tavola 10 nella sezione "Statistiche dell'area dell'euro" di questo Bollettino).
Un movimento al rialzo dell'indice rappresenta un apprezzamento del cambio per l'area dell'euro. Le linee orizzontali rappresentano medie del periodo complessivo considerato.

Rispetto alle valute del Regno Unito e della Svizzera, gli altri principali partner commerciali dell'area dell'euro, l'ecu ha avuto un andamento molto vicino a quello seguito nei confronti del dollaro per quanto riguarda la sterlina inglese, mentre è rimasto sostanzialmente invariato nei confronti del franco svizzero. Il 7 gennaio il tasso di cambio dell'euro nei confronti della sterlina e del franco svizzero era pari a 0,71 e a 1,62, rispettivamente.

Stabilità del tasso di cambio effettivo dell'area dell'euro

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'area dell'euro, calcolato dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI), è rimasto pressoché costante in dicembre rispetto al mese precedente (cfr. figura 8); si sono infatti sostanzialmente compensati i movimenti nei confronti del dollaro e della sterlina inglese, da un lato, e dello yen, dall'altro. Nel dicembre 1998 il livello medio del cambio effettivo nominale dell'area dell'euro è risultato superiore di circa il 4 per cento rispetto al livello medio della prima metà dell'anno; ha così recuperato parte del terreno perduto nel corso del 1997, pur restando lievemente al di sotto del livello medio osservato negli anni novanta. In termini reali, deflazionato con i prezzi al consumo, il tasso di cambio effettivo risultava, nel mese di dicembre 1998, apprezzato del 3,5 per cento rispetto alla media della prima metà dell'anno, pur rimanendo deprezzato rispetto

alla media di lungo termine. Nei primi giorni del gennaio 1999 il tasso di cambio effettivo nominale dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato.

Nessuna variazione significativa nell'avanzo complessivo della bilancia commerciale

Al momento le informazioni disponibili sull'andamento complessivo della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro sono scarse (cfr. riquadro 6). In tale contesto, questo commento si riferisce esclusivamente alle statistiche sul commercio estero prodotte dall'Eurostat e basate su dati lordi di esportazioni e importazioni tra l'area dell'euro e il resto del mondo, escludendo le transazioni interne all'area. I dati della bilancia dei pagamenti saranno disponibili nel corso del 1999.

In sintesi, l'avanzo nella bilancia commerciale per l'area dell'euro nel mese di settembre 1998 (ultimo mese per il quale i dati sono disponibili) è stato pari a 5,2 miliardi di ecu, inferiore di 1,6 miliardi rispetto al mese corrispondente del 1997. Nel terzo trimestre del 1998 il valore delle esportazioni, pari a 194 miliardi di ecu, è stato solo marginalmente più elevato di quello registrato nel terzo trimestre dell'anno precedente; le importazioni di merci sono parimenti aumentate in misura modesta, passando da 166 a 169 miliardi di ecu. Ciò contrasta fortemente con gli elevati tassi di crescita delle importazioni e delle esportazioni

Tavola 3

Commercio con l'estero dell'area dell'euro

	1996	1997	1997	1997	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998
			1trim.	2trim.	3trim.	4trim.	1trim.	2trim.	3trim.	ago.	set.
Esportazioni											
Miliardi di ecu	663,9	754,4	168,6	189,7	191,7	204,4	192,6	202,6	193,5	55,8	65,6
Variazioni percentuali annue	7,3	13,6	7,3	15,1	18,6	13,4	14,3	6,8	1,0	1,8	-3,2
Importazioni											
Miliardi di ecu	590,5	666,8	156,7	166,2	165,7	178,3	180,1	178,3	168,7	49,5	60,4
Variazioni percentuali annue	5,7	12,9	6,3	13,3	18,0	14,3	15,0	7,3	1,8	1,7	-1,0
Saldo											
Miliardi di ecu	73,5	87,6	11,9	23,6	26,0	26,1	12,5	24,3	24,8	6,3	5,2
Miliardi di ecu, cumulato ¹⁾	73,5	87,6	11,9	35,5	61,5	87,6	12,5	36,9	61,7	56,5	61,7

Fonte: Eurostat.

1) Nell'anno, fino al periodo indicato.

Riquadro 6

La bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro: questioni metodologiche

Attualmente è in corso una profonda revisione della metodologia per l'elaborazione dei dati sulla bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro considerata nel suo insieme. In linea di principio, gli aggregati relativi alla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro potrebbero essere elaborati sommando il saldo delle bilance dei pagamenti dei singoli Stati membri interessati: tale metodo dovrebbe fornire una valutazione accurata del saldo delle bilance dei pagamenti degli 11 paesi partecipanti rispetto al resto del mondo, poiché la somma dei dati nazionali implica la compensazione delle transazioni interne all'area dell'euro. In pratica, tuttavia, i dati bilaterali non hanno una perfetta corrispondenza nelle rispettive segnalazioni nazionali, dando luogo a discrepanze a livello di area dell'euro.

Al fine di risolvere questi problemi, tanto per i dati a partire dal gennaio 1999 quanto per le serie storiche, ogni Stato membro fornirà i dati della bilancia dei pagamenti compilati utilizzando una metodologia alternativa comune. Le statistiche della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro saranno elaborate aggregando - su base lorda - i dati relativi agli scambi esterni all'area dell'euro forniti dagli 11 paesi partecipanti. A partire dall'aprile 1999, la BCE pubblicherà i dati mensili relativi alla bilancia dei pagamenti utilizzando questo metodo.

Dal luglio 1999, la BCE pubblicherà inoltre, insieme con Eurostat, i dati trimestrali della bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro con una scomposizione più dettagliata delle voci principali dei movimenti di capitale (investimenti diretti, investimenti di portafoglio, prodotti finanziari derivati, altri investimenti e attività di riserva) e dei redditi da investimento.

rilevati fino all'inizio del 1998, ossia prima delle ripercussioni sull'economia mondiale degli sviluppi in Asia e in Russia. Nei primi nove mesi dell'anno l'avanzo complessivo della bilancia commerciale ha raggiunto i 61,7 miliardi di ecu,

valore praticamente invariato rispetto a quello del corrispondente periodo del 1997. Questi andamenti riflettono, da un lato, la diminuzione dei prezzi delle materie prime, dall'altro l'indebolimento della domanda di esportazioni.

La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità

In ottobre e dicembre 1998 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha reso noti i principali elementi della sua strategia di politica monetaria, orientata alla stabilità. Tale strategia è tesa a mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, adempiendo in tal modo al mandato conferito al Sistema europeo di banche centrali (SEBC) dal Trattato che istituisce la Comunità europea (il "Trattato"). La strategia farà da guida alla politica monetaria unica dell'Eurosistema, il sistema composto dalla BCE e dalle banche centrali degli 11 Stati membri che hanno introdotto l'euro dall'inizio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM). La strategia dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, consta di tre elementi principali: una definizione quantitativa dell'obiettivo primario dell'Eurosistema, la stabilità dei prezzi, e "due pilastri" su cui la strategia poggia per il raggiungimento di tale obiettivo. Questi pilastri sono: un ruolo di primo piano della moneta, come segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento quantitativo per il tasso di crescita di un aggregato monetario ampio, e una valutazione di ampio respiro delle prospettive per i prezzi nell'insieme dell'area dell'euro, riguardante sia il loro andamento sia i rischi per la loro stabilità.

I La stabilità dei prezzi e la sua importanza

Il Trattato stabilisce che "l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi" (cfr. riquadro I: "Il mandato dell'Eurosistema: riferimenti essenziali dal Trattato"). Al fine di adempiere a questo mandato, chiaramente definito, il Trattato conferisce al SEBC - e, di conseguenza, all'Eurosistema - un grado elevato di indipendenza istituzionale, pur nel rispetto di obblighi dettagliati riguardanti la trasparenza e il rendere conto del proprio operato.

La logica del Trattato è chiara. Assegnando

inequivocabilmente l'obiettivo principale della stabilità dei prezzi a una banca centrale indipendente, esso riconosce che incentrare la politica monetaria sul mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro costituisce una garanzia che essa darà il miglior contributo possibile agli obiettivi economici più ampi dell'Unione europea e dei suoi cittadini. Questa conclusione trae origine dal convincimento - confermato da decenni di esperienza e da un numero cospicuo di studi empirici - che una politica monetaria che riesca a mantenere la

Riquadro I

Il mandato dell'Eurosistema: riferimenti essenziali dal Trattato

Articolo 105 (1)

L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2.

Articolo 2

La Comunità ha il compito di promuovere (...) uno sviluppo armonioso ed equilibrato delle attività economiche nell'insieme della Comunità, una crescita sostenibile, non inflazionistica e che rispetti l'ambiente, un elevato grado di convergenza dei risultati economici, un elevato livello di occupazione e di protezione sociale, il miglioramento del tenore e della qualità della vita, la coesione economica e sociale e la solidarietà tra Stati membri.

Articolo 3a

Ai fini enunciati all'articolo 2, l'azione degli Stati membri e della Comunità comprende (...) la definizione e la conduzione di una politica monetaria e di una politica del cambio uniche, che abbiano l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi e, fatto salvo questo obiettivo, di sostenere le politiche economiche generali nella Comunità.

Riquadro 2

I benefici della stabilità dei prezzi

Un gran numero di argomentazioni economiche mette in evidenza i benefici della stabilità dei prezzi. Questo riquadro esamina in particolare i benefici della stabilità dei prezzi per le prospettive della crescita economica e dell'occupazione. Tra le argomentazioni principali sono da segnalare le seguenti:

1. La stabilità dei prezzi migliora la trasparenza del *meccanismo dei prezzi relativi*, evitando così *distorsioni* e contribuendo ad assicurare che il mercato *effettui in maniera efficiente l'allocazione delle risorse reali* sia tra i diversi utilizzi sia nel tempo. Un'allocazione più efficiente aumenta il potenziale produttivo dell'economia. In tal senso, la stabilità dei prezzi crea le condizioni migliori per assicurare l'efficacia delle necessarie riforme strutturali attuate dai governi nazionali per aumentare la flessibilità e l'efficienza dei mercati.
2. Come discusso nel testo, prezzi stabili *minimizzano il premio per il rischio di inflazione* nei tassi di interesse a lungo termine, in tal modo abbassandoli e contribuendo a stimolare gli investimenti e la crescita.
3. Se il *livello futuro dei prezzi è incerto*, *risorse reali vengono assorbite dal tentativo di coprirsi contro il rischio di inflazione o di deflazione*, anziché essere destinate a usi produttivi. Mantenere in modo credibile la stabilità dei prezzi evita tali costi e crea le condizioni per decisioni di investimento produttivo efficienti. La stabilità dei prezzi elimina, inoltre, i costi reali in cui si incorre quando *l'inflazione o la deflazione aggravano gli effetti distorsivi del sistema fiscale e di quello di assistenza sociale* sul comportamento economico.
4. Mantenere la stabilità dei prezzi *evita la pervasiva e arbitraria redistribuzione di ricchezza e di reddito* che si crea in condizioni sia di inflazione sia di deflazione, contribuendo così a mantenere la coesione e la stabilità sociale.

L'insieme di tali argomentazioni suggerisce che il mantenimento della stabilità dei prezzi è in sé un contributo al conseguimento di un elevato livello di prodotto e di occupazione. La logica sottostante sia al Trattato sia alla strategia della politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, è, pertanto, che gli obiettivi di prodotto e di occupazione sono perseguiti più efficacemente attraverso una politica monetaria che si concentri sulla stabilità dei prezzi.

Inoltre, l'evidenza empirica dimostra chiaramente che i benefici sulla crescita della stabilità dei prezzi sono significativi. Da diversi studi comparati, comprendenti un gran numero di paesi, sembra emergere che le nazioni con più bassa inflazione crescono, in media, più rapidamente (per esempio, Robert J. Barro dimostra questa conclusione in *Determinants of economic growth*, MIT Press, 1997). Inoltre, le stime empiriche indicano che i benefici della stabilità dei prezzi possono risultare considerevoli. Numerosi studi hanno mostrato che i costi sostenuti quando l'inflazione aggrava le distorsioni inerenti ai sistemi fiscali e di assistenza sociale sono rilevanti (cfr., ad esempio, Martin S. Feldstein, *Costs and benefits of price stability*, Chicago University Press, in corso di pubblicazione nel 1999). L'estensione di questa analisi a diversi paesi dell'area dell'euro mostra che i benefici del mantenimento della stabilità dei prezzi in tali contesti potrebbero essere perfino maggiori che negli Stati Uniti.

stabilità dei prezzi in modo credibile e duraturo fornisce il miglior contributo complessivo al miglioramento delle prospettive economiche e all'aumento del tenore di vita. Il riquadro 2 passa in rassegna le argomentazioni principali a favore della rilevanza dei benefici della stabilità dei prezzi ai fini della crescita e dell'occupazione.

Il Trattato riconosce, inoltre, che la politica monetaria unica dell'Eurosistema interagirà con

le politiche attuate da altre istituzioni nell'Unione europea. Dato il rischio potenziale di pressioni politiche nella definizione e nell'attuazione della politica monetaria unica, il Trattato ha reso la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) indipendenti dai governi nazionali e da interferenze politiche. Tale indipendenza istituzionale consente all'Eurosistema di perseguire la stabilità dei prezzi con l'adeguato orientamento di medio periodo, aumentando

così in modo significativo la credibilità della politica monetaria. È ampiamente riconosciuto che una banca centrale che mancasse di indipendenza sarebbe facilmente oggetto di pressioni per perseguire obiettivi di breve termine, che potrebbero pregiudicare il mantenimento della stabilità dei prezzi. L'indipendenza istituzionale dell'Eurosistema, garantita dal Trattato, risponde pertanto agli interessi dei cittadini, i quali beneficiano della condizione di prezzi stabili che ne deriva.

Stabilità dei prezzi e tasso di cambio

Tuttavia, indipendenza istituzionale non significa isolamento. L'Eurosistema interagirà con le altre autorità di politica economica, per esempio per quanto concerne la politica del cambio. Dovendo questa essere coerente con la politica monetaria, il Trattato stabilisce che l'obiettivo principale della politica del cambio della Comunità è il mantenimento della stabilità dei prezzi. In tale contesto, il Trattato affida all'Eurosistema il "compito fondamentale" di svolgere "operazioni sui cambi in linea con le disposizioni dell'articolo 109". L'articolo 109 prevede che il Consiglio dei ministri (nella composizione dei ministri delle Finanze), deliberando all'unanimità, possa concludere "accordi formali su un sistema di tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute non comunitarie". Inoltre, in esso si menziona che, deliberando a maggioranza qualificata, il Consiglio dei ministri può altresì formulare "orientamenti generali" di politica del cambio rivolti all'Eurosistema. Relativamente alla prima questione, il Consiglio dei ministri ha chiarito in un rapporto al Consiglio europeo nel dicembre 1997 che, con ogni probabilità, non sarà istituito nel prossimo futuro un sistema formale di tassi di cambio di questo tipo. Nello stesso rapporto, il Consiglio dei ministri ha annunciato, pur se in forma non vincolante dal punto di vista giuridico, che formulerà "orientamenti" solo in circostanze eccezionali, come per esempio nel caso di un evidente disallineamento.

Nelle circostanze attuali - in cui non esiste né un accordo formale di cambio né un orientamento generale - il tasso di cambio

dell'euro è il risultato della politica monetaria e delle altre politiche economiche nell'area dell'euro e al suo esterno, sia presenti sia attese, nonché della percezione di tali politiche da parte degli operatori economici. Dal momento che la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema non contiene un obiettivo di cambio dell'euro, il compito di concentrarsi sul mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro è facilitato.

Politica monetaria e sostegno delle politiche economiche generali

Riflettendo l'esigenza generale di cooperazione reciproca e di dialogo tra le diverse autorità di politica economica in un contesto di interdipendenza, il Trattato richiede all'Eurosistema di "*sostenere le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2*". Nel contempo, come ulteriore riconoscimento dei pericoli di interferenza politica nella politica monetaria, il Trattato stabilisce che l'azione dell'Eurosistema debba essere svolta "*fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi*". Sia la logica del Trattato sia l'argomentazione presentata nel riquadro 2 lasciano chiaramente intendere che il miglior contributo che la politica monetaria unica possa offrire in questo ruolo di sostegno è quello di concentrarsi in modo inequivocabile sul mantenimento di prezzi stabili nel medio termine, creando così le condizioni in cui le altre politiche possono essere più efficaci. In assenza di tale consapevolezza, esiste il pericolo che possano sorgere dubbi circa l'impegno dell'Eurosistema al mantenimento di prezzi stabili. Le aspettative inflazionistiche e i premi per il rischio crescerebbero, aumentando i tassi di interesse a più lungo termine ed elevando il costo degli investimenti necessari a produrre miglioramenti sostenibili e duraturi nel tenore di vita.

Al riguardo, il Consiglio direttivo della BCE è molto preoccupato dall'attuale alto livello di disoccupazione nell'area dell'euro. Tuttavia, le cause di questo problema sono, in modo preponderante di natura strutturale. Esso trova origine principalmente nella rigidità dei mercati

Riquadro 3

Trasparenza e responsabilità dell'Eurosistema

In generale, le banche centrali dovrebbero essere aperte, trasparenti e pronte a rispondere del proprio operato, fornendo ai cittadini resoconti esaurienti circa le proprie attività, compresa la conduzione della politica monetaria. Una banca centrale trasparente e che rende conto del proprio operato rafforza la propria credibilità comunicando in modo chiaro con i cittadini e mostrando, così, che la sua politica monetaria è adeguatamente orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi. Al riguardo, l'Eurosistema soddisfa, o va oltre, i requisiti più stringenti adottati per le altre banche centrali.

Il Presidente della BCE terrà una conferenza stampa subito dopo la prima riunione mensile del Consiglio direttivo. In tali occasioni, presenterà un resoconto dettagliato del parere del Consiglio sulla situazione economica e sulle previsioni circa l'andamento dei prezzi, seguito da una sessione di domande e risposte. Il calendario di tali riunioni e conferenze è già stato annunciato per il 1999. A questo resoconto regolare si aggiungerà la pubblicazione di un Bollettino mensile, che intende fornire al pubblico e ai mercati finanziari una valutazione approfondita delle condizioni economiche, unitamente ad articoli sulla struttura economica e su questioni rilevanti per la politica monetaria unica.

Inoltre, il bilancio dell'Eurosistema sarà pubblicato settimanalmente. Sarà predisposto un rapporto annuale sulle attività dell'Eurosistema, nonché rapporti trimestrali. Tali rapporti saranno presentati al Parlamento europeo, al Consiglio dei ministri e alla Commissione delle Comunità europee. Il Parlamento europeo terrà un dibattito generale sui rapporti ricevuti. Il Presidente della BCE e i membri del Comitato esecutivo risponderanno a domande poste dai comitati del Parlamento europeo. Il Presidente si presenterà al comitato parlamentare cinque volte l'anno, dopo la presentazione dei suddetti rapporti trimestrali e di quella annuale.

Attraverso i propri discorsi, i membri del Consiglio direttivo informeranno inoltre l'opinione pubblica sulla politica monetaria e la situazione economica. Lavori di ricerca e analisi tecniche predisposti dal personale della BCE saranno pubblicati per essere sottoposti alla valutazione specialistica della comunità scientifica. Questi articoli, nonché altre presentazioni, analizzeranno non solo la questione centrale della politica monetaria e del meccanismo di trasmissione monetario, ma anche i principali problemi economici cui l'Europa si trova a far fronte, non da ultimo quello dell'elevato livello di disoccupazione.

Attraverso tutti questi mezzi di comunicazione la BCE si impegna a informare il pubblico in modo chiaro e trasparente. In tale contesto, l'Eurosistema dimostra chiaramente elevati livelli di trasparenza e responsabilità per il proprio operato.

del lavoro e dei beni nell'area dell'euro, derivante in parte da una eccessiva o inappropriata regolamentazione. Le riforme economiche strutturali atte a ridurre tali rigidità sono la giusta risposta di politica economica. Nei paesi dell'area dell'euro in cui tali riforme sono state attuate, la disoccupazione ha registrato un calo notevole. Politiche strutturali efficaci nell'area nel suo insieme aumenterebbero il ritmo di crescita di lungo periodo, e di ciò l'Eurosistema terrebbe naturalmente conto nella strategia di politica monetaria. Tuttavia, tentare di ridurre la disoccupazione mediante l'attuazione di una politica monetaria inflazionistica sarebbe, in definitiva,

controproducente perché questa non farebbe che minare quella stabilità dei prezzi nel medio termine che rappresenta la base per una crescita duratura e sostenibile dell'occupazione.

Trasparenza e responsabilità

Tutte le banche centrali operano in un dato contesto sociale, politico e istituzionale. In un quadro democratico, è vitale che una banca centrale indipendente sia aperta, trasparente e chiara relativamente alle ragioni sottostanti alle sue azioni, e che renda conto ai cittadini dei risultati ottenuti. Riconoscendo l'importanza di tali que-

zioni nell'area dell'euro, il Trattato impone all'Eurosistema alcuni tra i più rigidi obblighi di informazione stabiliti per le altre banche centrali. In

pratica, l'Eurosistema si è già impegnato ad andare perfino oltre tali rigidi requisiti (cfr. riquadro 3: Trasparenza e responsabilità dell'Eurosistema).

2 Il ruolo di una strategia di politica monetaria

L'obiettivo principale della politica monetaria unica è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Tuttavia l'Eurosistema, come tutte le banche centrali, non può controllare direttamente il livello dei prezzi utilizzando gli strumenti di politica monetaria a propria disposizione, ma si trova di fronte un complesso processo di trasmissione, che mette in relazione le proprie scelte di politica monetaria con le variazioni nel livello generale dei prezzi. Tale meccanismo di trasmissione della politica monetaria è caratterizzato dall'esistenza di vari e distinti canali, ciascuno con ritardi di risposta lunghi, variabili e non del tutto prevedibili. Inoltre, il meccanismo di trasmissione stesso è in continua evoluzione in conseguenza dei cambiamenti nel comportamento degli agenti economici e nella struttura istituzionale.

Data la complessità del meccanismo di trasmissione, la preparazione, la discussione e la presentazione delle decisioni di politica monetaria devono essere inserite in un quadro esplicativo coerente. È questo il ruolo della strategia della politica monetaria, che adempie a due compiti fondamentali.

- *In primo luogo*, la strategia impone una chiara struttura al processo di definizione della politica monetaria. La strategia deve garantire che il Consiglio direttivo abbia le informazioni e le analisi necessarie per prendere decisioni efficaci di politica monetaria, atte a mantenere la stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo deve operare sulla base di un quadro analitico coerente, che gli consenta di tradurre l'evoluzione della situazione economica in decisioni appropriate riguardo alle condizioni offerte sia nelle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema sia in quelle attivabili dalle controparti. Utilizzando questi strumenti, l'Eurosistema può esercitare un considerevole controllo operati-

vo sui tassi di interesse di mercato a breve termine, che a loro volta si riflettono su altre variabili economiche e, da ultimo, sul livello dei prezzi.

- *In secondo luogo*, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema è un veicolo di comunicazione con l'opinione pubblica. La politica monetaria raggiunge la massima efficacia quando è credibile, quando, cioè, vi è piena fiducia nel fatto che essa è interamente votata al raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi ed è attuata in modo da raggiungere efficacemente tale obiettivo. Pertanto, la strategia di politica monetaria deve non solo segnalare qual è l'obiettivo prioritario della politica monetaria, ma anche convincere che tale obiettivo sarà raggiunto.

Nel disegnare una strategia di politica monetaria che adempia a questi due ruoli complementari, è essenziale conoscere il funzionamento dell'economia. In particolare, è necessario essere consapevoli di quali informazioni su futuri pericoli per la stabilità dei prezzi possono essere desunte dall'osservazione degli sviluppi correnti nella situazione economica; ossia, devono essere analizzate le proprietà delle variabili monetarie, finanziarie e di altre variabili economiche quali *indicatori* per l'andamento dei prezzi.

Inoltre, è di fondamentale importanza comprendere nelle sue ramificazioni come la politica monetaria, attraverso i tassi di interesse nominali a breve termine, influenzerà l'economia in generale e, da ultimo, il livello dei prezzi. La comprensione del meccanismo di trasmissione serve a consentire la formulazione di un giudizio sull'adeguatezza delle misure di politica monetaria assunte per far fronte ai pericoli per la stabilità dei prezzi, rivelati dalle variabili che fungono da indicatori.

Una strategia di politica monetaria è pertanto una descrizione coerente e strutturata di come le decisioni di politica monetaria saranno prese

alla luce del comportamento degli indicatori economici, al fine di raggiungere l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi.

3 Criteri di selezione della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema

Criteri generali

Al fine di raggiungere gli scopi descritti in precedenza, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema deve soddisfare alcuni criteri generali. Tra tali criteri, il principio di *efficacia* ha un ruolo preminente. La migliore strategia di politica monetaria per l'Eurosistema è quella che assicura al meglio il raggiungimento dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, segnalando al contempo un impegno credibile e realistico in tal senso.

Come discusso sopra, una strategia di politica monetaria deve essere credibile per essere efficace. In altri termini, l'opinione pubblica in generale, e i mercati finanziari in particolare, devono essere persuasi che il Consiglio direttivo della BCE è impegnato al mantenimento della stabilità dei prezzi, che dispone degli strumenti e della professionalità necessari a tal fine e attua la politica monetaria perseguendo questo obiettivo.

Al fine di costruire una buona reputazione, e quindi la credibilità necessaria a dare attuazione con successo ed efficacia alla politica monetaria unica, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema deve soddisfare una serie di ulteriori criteri.

- La strategia deve essere *chiara e comprensibile*. Se vi fosse ambiguità circa l'obiettivo della politica monetaria o su come tale obiettivo viene perseguito, si creerebbe per l'opinione pubblica una fonte superflua di incertezza.
- Inoltre, la strategia deve essere *trasparente*. Informazioni su come vengono prese le decisioni di politica monetaria dal Consiglio direttivo e sulle motivazioni economiche sottostanti devono essere fornite in anticipo.
- La strategia deve assicurare che l'Eurosistema risponda di fronte ai cittadini tanto del pro-

prio operato nell'attuare la politica monetaria quanto dei risultati ottenuti nel perseguire l'obiettivo primario di stabilità dei prezzi. Secondo il Consiglio direttivo, ciò implica la pubblicazione di un obiettivo quantitativo con riferimento al quale i cittadini possano valutare i risultati ottenuti dall'Eurosistema con la politica monetaria unica.

- Infine, la strategia deve essere *coerente con l'indipendenza istituzionale dell'Eurosistema*.

Le condizioni specifiche esistenti all'inizio dell'Unione monetaria

Oltre ai criteri generali sopra delineati, devono essere prese in considerazione anche alcune importanti caratteristiche della situazione che l'Eurosistema si trova ad affrontare all'avvio, e nei primi anni, della Terza fase.

Costruire credibilità è particolarmente importante per la BCE all'inizio della Terza fase in quanto essa è una istituzione nuova, che manca di una propria reputazione e non ha ancora avuto modo di dimostrare in concreto la propria capacità di conseguire i risultati che si prefigge. Nel corso degli anni, le BCN che fanno parte dell'Eurosistema hanno accumulato una solida reputazione, dimostrando la propria capacità di mantenere la stabilità dei prezzi. L'Eurosistema può ereditare tale reputazione, a vantaggio della propria futura credibilità, assicurando la maggior continuità possibile con gli obiettivi e i risultati positivi delle BCN prima dell'Unione monetaria.

Tuttavia, l'Eurosistema affronta una situazione unica all'inizio dell'Unione monetaria. In queste specifiche circostanze, una fonte di particolare preoccupazione è rappresentata da quelle incertezze che inevitabilmente sorgono in seguito al passaggio stesso alla Terza fase. Queste riguardano, in particolare, il modo in cui la

transizione alla Terza fase dell'UEM influenzerà il comportamento degli operatori economici, le strutture istituzionali e le serie statistiche nell'area dell'euro.

L'avvio della politica monetaria unica segna un significativo "cambiamento di regime". La trasformazione degli assetti istituzionali per la definizione e l'attuazione della politica monetaria modificherà la struttura di importanti settori dell'economia, soprattutto del sistema finanziario. Inoltre, il cambiamento di regime influenzerà probabilmente il modo in cui si formano le aspettative nell'area dell'euro. E' possibile che ciò si sia già osservato negli anni recenti in molti paesi, dove l'assunzione di un impegno credibile e duraturo alla stabilità dei prezzi ha stabilizzato le aspettative di inflazione a più lungo termine su livelli più moderati che in passato.

Se, in questo nuovo contesto, dovessero cambiare i comportamenti economici, le relazioni empiriche tra variabili economiche stimate utilizzando dati relativi al passato potrebbero divenire instabili. Tali cambiamenti potrebbero complicare il compito dell'Eurosistema nel valutare le condizioni economiche e finanziarie, poiché le proprietà delle variabili economiche, monetarie e finanziarie quali indicatori per i futuri andamenti dei prezzi potrebbero risultare alterate.

Per quanto concerne la struttura dell'economia nell'area dell'euro, cambiamenti nei comportamenti economici all'inizio della Terza fase potrebbero essere particolarmente pronunciati nel settore finanziario, sul quale l'impatto dell'Unione monetaria potrebbe essere più immediato. Per esempio, l'andamento degli aggregati monetari - composti in larga parte da depositi bancari - potrebbe essere influenzato dalla transizione alla Terza fase. L'introduzione dell'euro potrebbe anche condurre a mutamenti nel sistema bancario e a ricomposizioni nei portafogli privati tra attività monetarie e non monetarie.

Tuttavia, i cambiamenti strutturali e istitu-

zionali non saranno limitati al sistema finanziario. Insieme con la realizzazione del mercato unico, l'eliminazione del rischio di cambio nell'area dell'euro aumenterà la trasparenza dei prezzi nei mercati dei beni e in quello del lavoro, producendo come probabile conseguenza un aumento dell'intensità della concorrenza e della innovazione. Più in generale, le scelte di consumo e di investimento potrebbero essere influenzate dal passaggio a condizioni di prezzi stabili. In queste circostanze, anche la formulazione di analisi e previsioni macroeconomiche sarà resa più complicata poiché le relazioni empiriche su cui esse sono in larga misura basate potrebbero risultare non più valide.

Queste incertezze, derivanti dalla stessa transizione alla Terza fase, si sommeranno e a un tempo interagiranno con quelle legate al più ampio contesto economico in cui sorgerà l'Unione monetaria. La crescente internazionalizzazione dell'economia mondiale e l'attuale rapido ritmo di cambiamento tecnologico hanno interessato tutti i settori dell'attività economica. Tutti questi effetti potrebbero mutare le proprietà degli indicatori più importanti, che perciò dovranno essere interpretati con speciale cautela e attenzione.

Inoltre, per molti aspetti, l'Unione monetaria ha prodotto un'area economica del tutto nuova per la quale dati armonizzati ed esaurienti non sono stati raccolti nel passato. Un certo numero di serie pienamente o quasi pienamente armonizzate è ora disponibile. Queste includono le statistiche monetarie relative all'area dell'euro, i dati di bilancia dei pagamenti e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Tuttavia, le statistiche relative all'area dell'euro sono basate, in parte, su concetti nuovi e le proprietà delle serie non sono ancora ben conosciute. Pertanto, i responsabili delle politiche economiche si trovano di fronte a una incertezza riguardo alle proprietà informative delle statistiche disponibili per l'area dell'euro che è maggiore di quanto non fosse normalmente in passato nei contesti nazionali.

4 La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità

Dopo aver preso in esame varie opzioni sulla base dei criteri e delle considerazioni descritti in precedenza, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, che guiderà le decisioni di politica monetaria nella Terza fase dell'UEM. Gli elementi principali di tale strategia sono stati presentati pubblicamente il 13 ottobre 1998 e sono stati successivamente oggetto di elaborazione in interventi e dichiarazioni da parte del Presidente della BCE e di altri membri del Consiglio direttivo. La strategia consiste di tre elementi principali:

- una definizione quantitativa dell'obiettivo primario della politica monetaria unica, la stabilità dei prezzi;
- "due pilastri" su cui la strategia poggia per conseguire questo obiettivo:
 - un ruolo di primo piano per la moneta, come segnalato dall'annuncio di un valore di riferimento per la crescita di un aggregato monetario ampio;
 - una valutazione di ampio respiro delle prospettive per i prezzi nell'intera area dell'euro, riguardante sia il loro andamento sia i rischi per la loro stabilità.

La definizione quantitativa della stabilità dei prezzi

La definizione

Il Consiglio direttivo ha deciso di rendere pubblica una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi. Una definizione pubblica fornisce un chiaro indirizzo alle aspettative sui futuri andamenti dei prezzi, aiutando a costruire la credibilità della nuova strategia. La pubblicazione della definizione che l'Eurosistema ha dato della stabilità dei prezzi fornisce ai cittadini anche una chiara indicazione per valutare il successo della politica monetaria unica, rendendo in tal modo trasparente la strategia di politica monetaria, orientata alla stabilità, e assicurando che l'Eurosistema renda conto del proprio operato.

In questo contesto, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato la seguente definizione: "la

stabilità dei prezzi verrà definita come un aumento sui 12 mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento". Secondo questa definizione, la stabilità dei prezzi "deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine".

L'espressione "inferiore al 2 per cento" indica chiaramente il limite superiore per il tasso di inflazione, misurato dallo IAPC, ritenuto coerente con la stabilità dei prezzi. Al contempo, l'uso del termine "aumento" nella definizione segnala chiaramente che una deflazione, cioè una prolungata diminuzione del livello dello IAPC, non sarebbe considerata coerente con la stabilità dei prezzi.

Occorre notare che la definizione che l'Eurosistema ha dato della stabilità dei prezzi è in linea con quelle usate da molte BCN nell'area dell'euro prima della transizione all'Unione monetaria, assicurando un importante elemento di continuità con le loro strategie di politica monetaria dimostrate efficaci.

Lo IAPC

La definizione prescelta individua lo IAPC come l'indice dei prezzi da utilizzare nella valutazione circa il raggiungimento e il mantenimento della stabilità dei prezzi. Questo indice è stato inizialmente creato per la valutazione della convergenza dei prezzi nella Seconda fase ed è in larga misura armonizzato tra i vari paesi dell'area dell'euro. L'utilizzo dello IAPC è anche coerente con l'abitudine del pubblico di concentrare l'attenzione sui prezzi al consumo per valutare l'andamento del livello dei prezzi.

Tra gli economisti, in ambienti accademici, finanziari e presso le banche centrali, esiste un vasto consenso che vari tipi di cosiddette "distorsioni di misurazione" possono esistere negli indici dei prezzi al consumo (IPC). Queste distorsioni derivano principalmente da cambiamenti nelle abitudini di spesa e da miglioramenti nella qualità di quei beni e servizi che sono inclusi nel paniere utilizzato per definire

uno specifico indice di prezzo. Tali distorsioni non sempre possono essere pienamente corrette nella costruzione degli indici di prezzo. Di norma, la distorsione di misurazione porta gli IPC a sovrastimare leggermente il "vero" tasso di inflazione.

Lo IAPC per l'area dell'euro è un concetto relativamente nuovo e dati storici riferiti a un lungo periodo non sono disponibili. Pertanto, gli studi esistenti sulla dimensione della distorsione di misurazione dello IAPC sono preliminari e non conclusivi. L'impegno dell'Eurostat a ridurre o eliminare le distorsioni di misurazione dello IAPC è stato considerevole. E' probabile perciò che esse siano inferiori a quelle osservate negli IPC nazionali dei paesi componenti l'area dell'euro. Inoltre, l'evidenza empirica disponibile suggerisce che la distorsione di misurazione negli IPC nazionali dei paesi dell'area dell'euro è inferiore a quelle stimate in vari importanti studi sugli indici dei prezzi al consumo in altri paesi.

L'esito di questi tentativi di minimizzare la distorsione di misurazione nello IAPC è ancora sconosciuto. Inoltre, è probabile che la dimensione della distorsione di misurazione subisca variazioni nel tempo con l'evolvere della struttura economica e il modificarsi dei metodi statistici, in parte in risposta agli stessi cambiamenti nella struttura economica. Pertanto, la definizione ha esplicitamente evitato di incorporare stime specifiche della distorsione di misurazione nello IAPC, tenendo conto al contempo di tale distorsione nel non fissare a zero il limite inferiore agli aumenti del livello dei prezzi.

Infine, il Consiglio direttivo ha spiegato che, nel definire la stabilità dei prezzi in termini di IAPC nell'area dell'euro, ha inteso chiarire che le proprie decisioni saranno basate su una valutazione degli sviluppi nell'area dell'euro nel suo complesso. Con una politica monetaria unificata, le decisioni di politica monetaria devono essere prese in maniera da riflettere le condizioni dell'area dell'euro nella sua interezza, piuttosto che specifici sviluppi regionali o nazionali.

Orientamento di medio periodo

L'affermazione secondo la quale *"la stabilità dei prezzi deve essere mantenuta nel medio periodo"* riflette l'esigenza della politica monetaria di essere rivolta agli sviluppi futuri in un orizzonte di medio termine. E' anche un riconoscimento del fatto che i prezzi sono soggetti nel breve periodo a una variabilità dovuta a cause non monetarie, i cui effetti sul livello dei prezzi non possono essere controllati dalla politica monetaria. Esempi rilevanti, da questo punto di vista, sono gli effetti di modifiche nell'imposizione indiretta o di variazioni nei prezzi internazionali delle materie prime. L'Eurosistema non può essere ritenuto responsabile per questi disturbi di breve periodo al livello dei prezzi, sui quali può esercitare scarso controllo. E' invece sulla base di una valutazione dei risultati conseguiti nel medio periodo dalla politica monetaria unica dell'Eurosistema che quest'ultimo può essere chiamato a dar conto, in modo autentico e significativo, del proprio operato.

Inoltre, in risposta ad alcuni tipi di disturbi economici imprevedibili, il cui impatto sul livello dei prezzi potrebbe minacciare la stabilità dei prezzi, è importante che la politica monetaria mantenga un orizzonte di medio periodo, poiché ciò consente una risposta graduale ed equilibrata. Questo tipo di risposta da parte della banca centrale evita di introdurre nei tassi di interesse a breve termine o nell'economia reale inutili elementi di incertezza, che potrebbero anche auto-alimentarsi, ma assicura comunque che la stabilità dei prezzi - con i benefici che essa apporta - sia mantenuta nel medio periodo.

I due pilastri della strategia

Il valore di riferimento: un ruolo di primo piano per la moneta

L'inflazione è, in ultima analisi, un fenomeno monetario. Il Consiglio direttivo ha pertanto riconosciuto l'importanza di assegnare alla moneta un ruolo di primo piano nella strategia dell'Eurosistema. Per una politica monetaria rivolta al mantenimento della stabilità dei prezzi

la moneta rappresenta un' "ancora nominale" naturale, solida e affidabile. Nella strategia complessiva, orientata alla stabilità, il ruolo importante assegnato alla moneta sottolinea anche la responsabilità dell'Eurosistema per gli impulsi di origine monetaria all'inflazione, impulsi che una banca centrale può controllare più direttamente dell'inflazione stessa.

Al fine di segnalare il ruolo di primo piano assegnato alla moneta, il Consiglio direttivo ha annunciato per la crescita monetaria un valore di riferimento quantitativo. Tale annuncio rappresenta uno dei pilastri della strategia complessiva, orientata alla stabilità. Il valore di riferimento ha lo scopo di aiutare il Consiglio direttivo ad analizzare e a presentare le informazioni contenute negli aggregati monetari in modo tale da offrire una guida coerente e credibile per una politica monetaria rivolta alla stabilità dei prezzi.

E' opportuno sottolineare due caratteristiche del valore di riferimento quantitativo per la crescita monetaria.

- *Primo*, il valore di riferimento è stato calcolato in modo tale da essere coerente con la stabilità dei prezzi e da contribuire al suo raggiungimento. Per garantire che il valore di riferimento sia coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo è necessario che la moneta abbia, con riferimento allo stesso orizzonte temporale, una relazione *stabile* con il livello dei prezzi nell'area dell'euro. La stabilità di questa relazione è di solito valutata nel contesto di una funzione di domanda di moneta, dove uno specifico aggregato monetario è messo in relazione con il livello dei prezzi e altre variabili macroeconomiche, come il reddito reale e i tassi di interesse.
- *Secondo*, in circostanze normali, deviazioni sostanziali e prolungate della crescita monetaria dal valore di riferimento dovrebbero segnalare la presenza di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Questa caratteristica richiede sia che sussista una relazione stabile fra la moneta e il livello dei prezzi, sia che la crescita monetaria costituisca un *indicatore anticipatore* dell'andamento del livello dei prezzi.

Tuttavia, nel fissare un valore di riferimento non è implicito un impegno da parte dell'Eurosistema a correggere, nel breve periodo, deviazioni della crescita monetaria da quel valore. I tassi di interesse non verranno cambiati in modo "meccanico" in risposta a tali deviazioni, nel tentativo di riportare la crescita monetaria in linea con il valore di riferimento. Pertanto, non è necessario che l'aggregato monetario nell'area dell'euro per il quale viene annunciato il valore di riferimento sia *controllabile* nel breve periodo mediante un tasso di interesse nominale influenzato direttamente dall'Eurosistema. Questa è una delle principali differenze fra stabilire un valore di riferimento e annunciare quale obiettivo intermedio il tasso di crescita di un aggregato monetario.

L'evidenza empirica disponibile suggerisce che aggregati monetari ampi (cioè misure della quantità di moneta che includono un'ampia gamma di depositi, da quelli in conto corrente a quelli a risparmio, nonché strumenti facilmente sostituibili con essi come i certificati di deposito a breve termine) hanno le proprietà richieste perché sia possibile annunciare un valore di riferimento. Nel passato, la domanda di moneta riferita all'area dell'euro ed espressa in termini di aggregati monetari ampi è risultata caratterizzata da una stabilità di lungo periodo. Tali aggregati hanno rappresentato degli indicatori anticipatori degli andamenti del livello dei prezzi. Ciò contrasta con le proprietà empiriche per l'area dell'euro degli aggregati più ristretti, che, sebbene più controllabili mediante i tassi di interesse nominali a breve termine, non hanno mostrato né una relazione stabile né significative proprietà quali indicatori anticipatori del livello dei prezzi. Naturalmente, questa evidenza deve essere considerata con una certa cautela, date le incertezze di natura statistica ed economica in precedenza illustrate. Ciononostante, l'evidenza empirica è stata ritenuta sufficientemente chiara e robusta da consentire l'annuncio di un valore di riferimento per un aggregato monetario ampio.

Il Consiglio direttivo ha scelto di annunciare un valore di riferimento per l'aggregato M3, definito in maniera tale da comprendere non solo il circolante e i depositi inclusi nelle misure conven-

zionali della moneta intesa in senso ampio, ma anche le quote dei fondi di investimento monetario e i titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Alcuni aspetti concettuali ed empirici relativi agli aggregati monetari nell'area dell'euro saranno discussi con maggiore dettaglio in un articolo del Bollettino mensile di febbraio 1999.

In questo contesto, il valore di riferimento per la crescita monetaria è stato ottenuto utilizzando la ben nota relazione fra la moneta, da un lato, e i prezzi, il prodotto interno lordo reale (PIL) e la velocità di circolazione, dall'altro. Per quanto concerne i prezzi, il calcolo del valore di riferimento deve essere basato sulla definizione di stabilità dei prezzi pubblicata dall'Eurosistema. Inoltre, alla luce dell'orizzonte temporale di medio periodo per la politica monetaria, è corretto basare il calcolo del valore di riferimento su ipotesi circa l'andamento del reddito reale e della velocità di circolazione relative al medio periodo. A questo riguardo, incorporare nelle ipotesi una crescita pari al *trend* del PIL reale tenderebbe a dare alla politica monetaria un carattere anticiclico, poiché una crescita del PIL al di sotto del *trend* sarebbe normalmente associata con una crescita monetaria inferiore al valore di riferimento determinato utilizzando la crescita di lungo periodo del prodotto.

Il 1° dicembre 1998 il Consiglio direttivo ha annunciato il valore di riferimento per la crescita di M3. Il calcolo del valore di riferimento è stato basato sulle seguenti ipotesi di medio periodo:

- che la stabilità dei prezzi debba essere mantenuta secondo la definizione pubblicata dall'Eurosistema, vale a dire in modo tale che l'aumento sui 12 mesi dello IAPC per l'area dell'euro si mantenga al di sotto del 2 per cento;
- che il *trend* di crescita del prodotto interno lordo reale (PIL) si collochi nella fascia del 2-2,5 per cento;
- che nel medio periodo la diminuzione della velocità di circolazione di M3 sia approssimativamente compresa nella fascia dello 0,5-1 per cento annuo.

Nello stabilire il valore di riferimento per la

crescita monetaria, il Consiglio direttivo ha sottolineato che la definizione di stabilità dei prezzi pubblicata dall'Eurosistema limita gli aumenti consentiti dello IAPC per l'area dell'euro a "sotto il 2 per cento". Inoltre, è probabile che l'effettivo *trend* di diminuzione della velocità si collochi in qualche misura al di sotto del margine superiore della fascia compresa fra 0,5 e 1 per cento. Tenendo conto di questi due fattori, il Consiglio direttivo ha deciso di fissare il valore di riferimento per M3 al 4½ per cento annuo.

Il Consiglio direttivo ha deciso di annunciare uno specifico tasso di riferimento per la crescita monetaria, invece che una fascia di riferimento, poiché quest'ultima potrebbe essere erroneamente interpretata come segnalazione che i tassi di interesse verrebbero automaticamente modificati qualora la crescita monetaria si collocasse al di fuori dalla fascia, cosa che sarebbe contraria al ruolo del valore di riferimento nella strategia complessiva.

Il valore di riferimento servirà come base per le decisioni sui tassi di interesse volte a mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo, nonché per la presentazione di tali decisioni all'opinione pubblica. Pertanto, in primo luogo, una deviazione della crescita monetaria dal valore di riferimento richiederà ulteriori analisi per identificare e interpretare i fattori economici responsabili della deviazione. Qualora tali analisi suggeriscano che i fattori identificati possono effettivamente costituire una minaccia alla stabilità dei prezzi, la politica monetaria risponderebbe nel modo appropriato per contrastare tali rischi. La relazione fra la crescita monetaria effettiva e il valore di riferimento sarà pertanto analizzata regolarmente e a fondo dal Consiglio direttivo. I risultati di tale analisi e il suo impatto sulle decisioni di politica monetaria verranno illustrati all'opinione pubblica. Attraverso questo processo le decisioni di politica monetaria diverranno nel contempo più chiare e più trasparenti.

Sebbene la presentazione dell'analisi monetaria all'opinione pubblica si concentrerà prevalentemente sugli andamenti dell'aggregato monetario "chiave" M3 in relazione al valore di riferimento pubblicato per la crescita monetaria, anche gli

andamenti di altri aggregati monetari, delle varie componenti di M3 e delle contropartite di tutti questi aggregati nel bilancio consolidato delle istituzioni finanziarie monetarie verranno valutati regolarmente in modo approfondito. Questa analisi fornisce, infatti, un'utile informazione di supporto che consente di valutare l'andamento di M3.

Una valutazione di ampio respiro sulle previsioni degli andamenti dei prezzi

Sebbene le statistiche sugli aggregati monetari contengano informazioni cruciali per una conduzione accorta della politica monetaria, da sole non sono sufficienti a fornire una sintesi esauriente di tutte le informazioni sull'economia necessarie per la definizione di una politica monetaria appropriata al mantenimento della stabilità dei prezzi. Pertanto, parallelamente all'analisi della crescita monetaria in relazione al valore di riferimento, una valutazione di ampio respiro delle previsioni sugli andamenti dei prezzi nell'area dell'euro e dei rischi per la loro stabilità svolgerà un ruolo fondamentale nella strategia dell'Eurosistema. Questa valutazione verrà compiuta facendo riferimento a un ampio ventaglio di indicatori economici.

Tra questi saranno incluse molte variabili che hanno la proprietà di essere indicatori anticipatori degli andamenti futuri dei prezzi. Queste variabili includono, fra l'altro, i salari, i tassi di cambio, i prezzi dei titoli e la curva dei rendimenti, varie misure dell'attività economica reale, indicatori di politica fiscale, indici di prezzo e costo nonché inchieste condotte presso le imprese e i consumatori. Ovviamente, nel valutare se l'orientamento della politica monetaria è

appropriato sarà anche utile guardare alle previsioni di inflazione formulate sulla base di tali variabili. A questo riguardo, l'Eurosistema valuterà l'insieme delle previsioni sull'inflazione prodotte dalle organizzazioni internazionali, da altre autorità, dagli operatori del mercato, ecc., e produrrà altresì una propria valutazione sulle prospettive per l'inflazione.

Tuttavia, date le incertezze relative al comportamento degli operatori, al quadro istituzionale e all'evoluzione strutturale, prevedere l'andamento dei prezzi nell'area dell'euro sarà inevitabilmente difficile. Le previsioni sull'inflazione dovranno essere interpretate con prudenza e attenzione. Inoltre, una previsione non può comprendere tutti gli indicatori rilevanti per la politica monetaria, e nemmeno può sempre incorporare gli indicatori più aggiornati. Pertanto, una analisi approfondita dei singoli indicatori svolge un ruolo importante nella valutazione complessiva delle prospettive per l'andamento dei prezzi, in aggiunta a ogni altro ruolo che queste variabili possono avere nelle previsioni. Sia le previsioni che le analisi dei singoli indicatori contribuiranno a informare il Consiglio direttivo circa la natura specifica del quadro macroeconomico e dei fattori di disturbo dell'economia, da cui le decisioni di politica monetaria normalmente dipendono.

Coerentemente con questa strategia, il Consiglio direttivo si è impegnato a fornire spiegazioni esaurienti e tempestive circa la propria valutazione della situazione economica generale, incluse le ragioni economiche sottostanti su cui essa poggia. Ciò fornirà ai cittadini una visione trasparente della conduzione della politica monetaria.

5 Commenti conclusivi

La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, quale essa è stata descritta in precedenza, è nuova e originale in quanto riflette gli sviluppi istituzionali e le circostanze peculiari che l'Eurosistema dovrà affrontare.

La strategia, orientata alla stabilità, sottolinea la priorità assoluta assegnata al mantenimento

della stabilità dei prezzi secondo una definizione quantitativa pubblicata dall'Eurosistema. La strategia è rivolta a individuare quei disturbi di natura economica che mettono in pericolo la stabilità dei prezzi, e a definire una risposta di politica monetaria che contrasti questi pericoli in maniera appropriata, tenendone in conto la natura e adattandosi alle circostanze economi-

che prevalenti. La strategia è basata sul riconoscimento che affidarsi a un singolo indicatore o a un singolo obiettivo intermedio non consentirebbe di definire una risposta adeguata a ogni circostanza. In particolare, una risposta meccanica a un numero ristretto di indicatori o di previsioni potrebbe essere particolarmente fuorviante all'inizio della Terza fase, date le inevitabili incertezze sulle relazioni fra variabili economiche dovute al cambiamento di regime associato con la transizione all'Unione monetaria.

La strategia di politica monetaria, orientata alla stabilità, intende pertanto evitare risposte di politica monetaria troppo "meccaniche" di fronte a eventuali deviazioni da uno specifico obiettivo o agli andamenti di uno specifico indicatore. Al contrario, verrà condotta una analisi approfondita delle statistiche monetarie in relazione al valore di riferimento quantitativo per la crescita monetaria nonché una valutazione di ampio respiro delle altre variabili economiche, con l'obiettivo di identificare gli andamenti e gli

eventuali fattori di disturbo economico che costituiscono una minaccia per la stabilità dei prezzi. Questa analisi guiderà l'individuazione di una risposta appropriata di politica monetaria volta al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Questa strategia richiede uno sforzo considerevole da parte dell'Eurosistema nello spiegare la propria valutazione della situazione economica, finanziaria e monetaria. Il Consiglio direttivo si è impegnato a rispettare obblighi di informazione e comunicazione ancor più severi di quelli previsti nel Trattato, che sono già fra i più vincolanti imposti alle banche centrali.

In questo quadro, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, assicurerà che la stabilità dei prezzi nel medio periodo venga mantenuta in modo credibile e duraturo in tutta l'area dell'euro. Questo è il miglior contributo che la politica monetaria unica può offrire per elevare lo standard di vita dei cittadini europei.



Statistiche dell'area dell'euro



Indice

Statistiche

1.	Statistiche sulla politica monetaria	
1.1	Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	4*
1.2	Tassi di interesse della BCE sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	6*
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema svolte mediante asta	6*
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria	7*
2.	Andamenti monetari e finanziari nell'area dell'euro	
2.1	Bilancio aggregato dell'Eurosistema	9*
2.2	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema)	10*
2.3	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro (incluso l'Eurosistema)	11*
2.4	Aggregati monetari	12*
2.5	Tassi di interesse di mercato monetario	14*
2.6	Rendimenti dei titoli pubblici	15*
2.7	Indici del mercato azionario	16*
2.8	Tassi di interesse bancari al dettaglio	17*
3.	Emissioni e rimborsi sui mercati obbligazionari nell'area dell'euro (<i>non inclusa in questo numero</i>)	
4.	IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro	
4.1	Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)	18*
4.2	Altri indicatori di prezzi e costi	19*
5.	Indicatori congiunturali per l'area dell'euro	
5.1	Indicatori di prodotto e di domanda	20*
5.2	Indicatori del mercato del lavoro	21*
5.3	Inchieste congiunturali	21*
6.	Risparmio, investimenti e saldi finanziari nell'area dell'euro	22*
7.	Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro e dei paesi dell'area	
7.1	Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche	23*
7.2	Disavanzo delle Amministrazioni pubbliche	24*
7.3	Spese correnti e debito delle Amministrazioni pubbliche	24*
8.	Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (<i>non inclusa in questo numero</i>)	
9.	Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni)	
9.1	Esportazioni	25*
9.2	Importazioni	26*
9.3	Saldi commerciali	27*
10.	Tassi di cambio	28*
11.	Indicatori economici e finanziari sugli altri Stati membri dell'UE	29*
12.	Indicatori economici e finanziari sui principali paesi non-UE	
12.1	Indicatori economici e finanziari	30*
12.2	Risparmio, investimenti e saldi finanziari	31*
	Note generali	33*

I Statistiche sulla politica monetaria

Tavola I.1

Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	Oro e crediti in oro	Attività in valuta su non residenti dell'area dell'euro	Attività in valuta su altri residenti dell'area dell'euro	Attività in euro su non residenti dell'area dell'euro	Prestiti a controparti del settore finanziario dell'area dell'euro	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni temporanee di fine-tuning
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999 1 gen.	99.598	230.342	6.704	8.939	185.120	144.924	24.698	6.680

2. Passività

	Banconote	Passività in euro verso controparti del settore finanziario dell'area dell'euro	Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	Depositi overnight di controparti presso l'Eurosistema	Depositi a tempo determinato	Operazioni temporanee di fine-tuning	Depositi connessi a scarti di garanzia	Certificati di debito della BCE
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999 1 gen.	341.708	87.308	84.437	973	1.886	-	12	13.835

Fonte: BCE

				Titoli in euro di residenti dell'area dell'euro	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Altre attività	Totale attività		
Operazioni temporanee di tipo strutturale	Operazioni di rifinanziamento marginale	Crediti connessi a scarti di garanzia	Altri crediti	13	14	15	16		
9	10	11	12						
-	6.372	26	2.420	21.650	60.125	84.683	697.160	1999	1 gen.

Passività in euro verso altri residenti dell'area dell'euro	Passività in euro verso non residenti dell'area dell'euro	Passività in valuta verso altri residenti dell'area dell'euro	Passività in valuta verso non residenti dell'area dell'euro	Contropartite dei DSP del FMI	Capitale e riserve	Altre passività	Totale passività		
9	10	11	12	13	14	15	16		
61.477	9.969	595	3.314	5.765	112.498	60.690	697.160	1999	1 gen.

Tavola I.2

Tassi di interesse della BCE sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

(valori percentuali su base annua per i tassi; punti percentuali per le variazioni)

	Depositi overnight presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento marginale	
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Variazione 4
1999 1 gen.	2,00	-	4,50	-
4 gen. ¹⁾	2,75	0,75	3,25	-1,25

Fonte: BCE.

¹⁾ Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 0,5 punti percentuali l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4 - 21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mira ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.

Tavola I.3

Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema svolte mediante asta

(milioni di euro per le quantità; valori percentuali su base annua per i tassi di interesse)

Data di riferimento	Tipo di operazione 1	Importi richiesti 2	Importi aggiudicati 3	Operazioni di rifinanziamento principali			Durata della operazione 7
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		
				Tasso fisso 4	Tasso marginale 5	Tasso medio ponderato 6	
1999 7 gen.	A tasso fisso	481.625	75.000	3,00			13

Data di riferimento	Tipo di operazione 1	Importi richiesti 2	Importi aggiudicati 3	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine			Durata della operazione 7
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		
				Tasso fisso 4	Tasso marginale 5	Tasso medio ponderato 6	
1999							

Data di riferimento	Tipo di operazione 1	Importi richiesti 2	Importi aggiudicati 3	Altre operazioni d'asta			Durata della operazione 7
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		
				Tasso fisso 4	Tasso marginale 5	Tasso medio ponderato 6	
1999							

Fonte: BCE.

Tavola 1.4

Statistiche sulla riserva obbligatoria

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette all'obbligo di riserva ^{1) 2)} (milioni di euro)

Passività soggette	Totale	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2%			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0%		
		Depositi (in c/c, con durata prestabilita e rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Titoli obbligazionari con durata fino a 2 anni	Titoli di mercato monetario	Depositi (con durata prestabilita e rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Pronti contro termine	Titoli obbligazionari oltre i due anni
	1	2	3	4	5	6	7

1999 1 gen.

Fonte: BCE.

- 1) Le passività verso altre istituzioni creditizie soggette alla riserva obbligatoria del SEBC, verso la BCE e le BCN, sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle sue emissioni di titoli obbligazionari con scadenza fino a 2 anni e dei titoli di mercato monetario detenuti dalle istituzioni indicate, può dedurre il 10% di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva.
- 2) L'aggregato soggetto a riserva delle istituzioni creditizie, relativo al 1° gennaio 1999, è utilizzato per calcolare la riserva obbligatoria per il periodo di mantenimento che inizia dal 1° gennaio 1999 e termina il 23 febbraio 1999. I dati sugli aggregati rilevanti verranno segnalati alla BCE entro la fine di febbraio 1999.

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva ¹⁾

(milioni di euro; valori percentuali su base annua per i tassi di interesse)

Periodo di mantenimento terminante in:	Riserve dovute ²⁾	Riserve effettive ³⁾	Riserve in eccesso ⁴⁾	Deficienze ⁵⁾	Tasso di interesse sulle riserve minime ⁶⁾
	1	2	3	4	5

1999 feb.

Fonte: BCE.

- 1) Questa tavola riporterà i dati riferiti a tutto il periodo di mantenimento. Il primo periodo di mantenimento del sistema di riserva obbligatoria del SEBC termina il 23 febbraio 1999.
- 2) L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese; successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una somma fissa di 100.000 euro. Le riserve dovute da ogni istituzione creditizia sono poi aggregate per il complesso dell'area dell'euro.
- 3) Depositi giornalieri medi delle istituzioni creditizie soggette agli obblighi di riserva sui loro conti di riserva nel periodo di mantenimento.
- 4) Eccedenze medie, nel periodo di mantenimento, delle riserve effettive rispetto alle riserve dovute, calcolate per quelle istituzioni creditizie che hanno rispettato l'obbligo di riserva.
- 5) Deficienze medie, nel periodo di mantenimento, delle riserve effettive rispetto alle riserve dovute, calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato l'obbligo di riserva.
- 6) Questo tasso è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni lavorativi) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. tavola 1.3).



2 Andamenti monetari e finanziari nell'area dell'euro

Tavola 2.1

Bilancio aggregato dell'Eurosistema

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; dati non destagionalizzati)

1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli diversi da azioni emessi				Azioni e altri			Attività sull'estero	Immobilizzazioni	Altre attività	Totale attività	
	Istituzioni finanziarie monetarie	Amm. pubb.	Altri resid. nell'area dell'euro	da resid. nell'area dell'euro	Istituzioni finanziarie monetarie	Amm. pubb.	Altri residenti nell'area dell'euro	titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Istituzioni finanziarie monetarie	Altri residenti nell'area dell'euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1997 set.	245,1	222,6	21,8	0,6	115,8	0,9	113,7	1,2	2,9	0,5	2,4	278,9	7,1	44,7	694,5
ott.	250,7	228,2	21,8	0,6	114,0	0,8	112,0	1,2	2,9	0,5	2,4	278,3	7,2	43,1	696,1
nov.	242,1	219,7	21,8	0,6	113,9	0,8	111,7	1,5	2,9	0,5	2,4	280,3	7,2	53,9	700,2
dic.	254,3	232,5	21,1	0,6	114,3	0,8	112,1	1,4	2,9	0,5	2,4	288,9	7,0	52,1	719,5
1998 gen.	238,1	216,5	21,2	0,4	111,9	1,0	109,5	1,5	2,9	0,5	2,5	291,0	7,2	41,1	692,3
feb.	261,0	239,2	21,2	0,7	108,3	1,0	105,9	1,5	2,9	0,6	2,4	291,4	7,3	42,3	713,3
mar.	246,7	225,3	21,2	0,2	106,7	2,3	103,1	1,2	3,0	0,6	2,5	290,3	7,5	39,4	693,5
apr.	241,0	219,4	21,2	0,4	102,5	2,5	99,2	0,8	3,0	0,6	2,5	294,9	7,6	43,8	692,8
mag.	243,0	221,6	21,2	0,3	101,9	2,9	98,2	0,8	3,1	0,6	2,5	298,2	7,7	46,9	700,7
giu.	325,4	304,1	21,1	0,2	105,4	6,6	98,0	0,8	3,3	0,8	2,5	288,4	7,8	47,9	778,2
lug.	338,5	317,2	21,1	0,2	87,8	3,2	83,8	0,8	4,7	2,1	2,6	292,6	8,0	49,9	781,6
ago.	339,9	318,5	21,1	0,2	88,1	2,8	84,5	0,9	4,7	2,0	2,7	290,7	8,0	54,9	786,3
set.	326,7	305,4	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,7	2,0	2,7	288,4	8,0	50,2	760,7
ott.	326,9	305,6	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7	4,7	2,0	2,7	297,8	8,1	49,7	760,5
nov. (p)	322,5	301,0	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6	4,7	2,0	2,7	304,9	8,1	51,5	769,7

2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro			Titoli di mercato monetario	Titoli obbligazionari	Capitale e riserve	Passività sull'estero	Altre passività	Totale passività	
		Istituzioni finanziarie monetarie	Amm. centrale	Altre Amm. pubb./ altri residenti nell'area dell'euro							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1997 set.	337,1	139,6	80,4	55,8	3,3	17,3	16,8	100,8	15,9	67,0	694,5
ott.	337,2	144,0	88,6	51,9	3,5	17,0	16,6	99,9	15,7	65,6	696,1
nov.	340,7	141,6	82,3	54,5	4,8	13,3	15,6	100,9	15,9	72,3	700,2
dic.	352,8	147,0	91,9	52,2	2,9	13,2	15,0	105,6	16,1	69,8	719,5
1998 gen.	338,7	136,3	83,4	50,7	2,2	13,9	16,3	107,4	16,1	63,5	692,3
feb.	338,7	159,2	93,7	61,5	4,0	13,3	16,5	105,6	15,1	64,9	713,3
mar.	339,2	138,1	88,4	47,0	2,7	11,3	17,2	104,8	15,3	67,5	693,5
apr.	342,6	131,4	84,8	44,5	2,2	12,0	16,9	103,7	16,4	69,6	692,8
mag.	344,9	142,0	90,9	47,1	4,0	13,1	15,3	103,5	15,9	66,1	700,7
giu.	344,2	208,3	149,3	54,5	4,5	13,5	14,1	111,6	20,8	65,6	778,2
lug.	349,2	200,1	132,8	64,2	3,0	13,9	14,3	110,3	24,0	69,9	781,6
ago.	343,4	209,0	135,5	69,9	3,5	12,4	13,5	110,2	21,6	76,2	786,3
set.	340,2	196,1	124,4	67,2	4,5	11,2	12,8	106,4	23,2	70,8	760,7
ott.	341,1	198,2	129,2	64,8	4,3	11,7	11,8	106,6	22,6	68,4	760,5
nov. (p)	342,8	210,6	147,3	56,9	6,4	12,5	11,6	103,3	20,0	68,9	769,7

Fonte: BCE

1) La Banca centrale europea è stata istituita il 1° giugno del 1998. I dati relativi all'Eurosistema si riferiscono alla BCE (a partire dal giugno 1998) e alle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro.

Tavola 2.2

Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema)

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; dati non destagionalizzati)

1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro				Titoli di mercato monet.	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro			Attività sull'estero	Immobiliizzazioni	Altre attività	Totale attività
	Istituz. finanz. monetar.	Amm. pubb.	Altri resid. nell'area dell'euro	da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro	Istituz. finanz. monetar.	Amm. pubb.	Altri resid. nell'area dell'euro	di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro		Istituz. finanz. monetar.	Altri resid. nell'area dell'euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1997 set.	8.132,5	2.730,0	813,4	4.589,1	1.879,1	625,7	1.067,2	186,2	102,0	307,0	90,5	216,5	1.571,8	234,8	751,1	12.978,4
ott.	8.199,6	2.766,6	817,9	4.615,2	1.882,1	630,2	1.066,4	185,6	102,9	311,8	91,7	220,1	1.578,7	237,7	764,5	13.077,3
nov.	8.297,8	2.826,4	830,1	4.641,3	1.894,0	634,4	1.071,7	187,9	100,7	316,6	92,5	224,1	1.633,3	240,2	797,5	13.280,1
dic.	8.426,6	2.899,3	820,7	4.706,5	1.856,5	628,5	1.048,6	179,4	95,6	329,8	94,2	235,6	1.617,1	235,1	765,3	13.325,9
1998 gen.	8.475,5	2.950,5	806,5	4.718,5	1.900,2	641,4	1.072,7	186,1	101,0	351,1	102,2	248,9	1.631,7	232,4	801,8	13.493,7
feb.	8.513,9	2.967,7	805,6	4.740,6	1.921,1	644,9	1.084,9	191,2	102,5	363,6	104,6	259,0	1.656,0	232,7	807,5	13.597,3
mar.	8.552,8	2.973,9	804,8	4.774,1	1.946,4	648,1	1.102,7	195,7	101,2	384,4	108,9	275,4	1.693,7	234,2	785,6	13.698,2
apr.	8.593,8	2.980,4	807,9	4.805,6	1.967,1	657,7	1.113,5	195,9	102,2	396,0	112,1	284,0	1.665,6	234,3	803,4	13.762,5
mag.	8.602,8	2.982,8	799,2	4.820,8	1.988,6	664,4	1.125,0	199,2	102,7	403,9	114,4	289,5	1.656,3	243,1	817,9	13.815,2
giu.	8.736,7	3.056,9	805,5	4.874,4	1.992,6	673,5	1.126,8	192,3	101,5	401,5	115,2	286,4	1.691,8	240,1	824,6	13.988,7
lug.	8.714,1	2.994,7	801,8	4.917,6	2.007,1	687,6	1.124,7	194,8	101,7	393,2	115,1	278,0	1.650,4	235,0	814,5	13.916,0
ago.	8.737,1	3.019,1	803,9	4.914,1	2.026,4	698,8	1.132,3	195,3	100,5	387,6	116,1	271,5	1.650,7	236,1	761,7	13.899,9
set.	8.807,5	3.039,6	806,4	4.961,5	2.027,9	702,3	1.131,2	194,5	99,9	381,4	107,9	273,5	1.641,6	236,9	780,9	13.976,1
ott.	8.925,8	3.119,6	813,5	4.992,7	2.051,7	704,9	1.148,1	198,7	99,6	387,0	112,3	274,7	1.635,4	238,8	792,5	14.130,7
nov. (p)	9.057,4	3.201,3	818,4	5.037,7	2.069,0	722,5	1.152,0	194,5	109,4	400,3	115,0	285,3	1.697,0	241,2	750,1	14.324,5

2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Altre Amm. pubbliche/ altri residenti nell'area dell'euro				Quote o partecip. a fondi di investim. monet.	Titoli obbligazionari	Titoli di mercato monet.	Capitale e riserve	Passività sull'estero	Altre passività	Totale passività
		Istituz. finanz. monet.	Amm. centr.	Altre Amm. pubbliche/ altri residenti nell'area dell'euro	Over-night	Con durata prestab.	Rimb. con preavv.	Pronti contro termine								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1997 set.	0,4	7.467,0	2.843,8	96,0	4.527,2	1.137,1	1.895,4	1.287,4	207,3	226,9	1.906,8	143,6	677,1	1.331,2	1.225,4	12.978,4
ott.	0,4	7.533,1	2.894,1	99,9	4.539,1	1.139,3	1.904,2	1.288,5	207,2	222,1	1.913,2	146,6	675,5	1.344,1	1.242,3	13.077,3
nov.	0,4	7.627,8	2.966,5	88,9	4.572,3	1.165,4	1.899,3	1.291,8	215,8	224,4	1.923,9	145,6	677,7	1.393,2	1.287,2	13.280,1
dic.	0,4	7.749,7	2.992,3	102,4	4.655,0	1.224,3	1.897,0	1.328,4	205,3	215,3	1.925,1	138,8	687,5	1.391,3	1.217,8	13.325,9
1998 gen.	0,4	7.777,9	3.029,6	95,6	4.652,7	1.178,0	1.915,3	1.341,9	217,5	220,2	1.944,5	145,2	690,8	1.434,5	1.280,1	13.493,7
feb.	0,4	7.825,4	3.066,3	98,4	4.660,7	1.179,8	1.919,4	1.345,2	216,3	221,3	1.967,8	147,2	696,0	1.468,7	1.270,5	13.597,3
mar.	0,4	7.832,1	3.076,9	92,8	4.662,4	1.208,8	1.894,8	1.346,5	212,3	221,2	1.985,1	149,5	710,3	1.520,0	1.279,5	13.698,2
apr.	0,4	7.862,6	3.079,7	97,2	4.685,7	1.223,2	1.909,9	1.346,1	206,6	223,9	1.999,4	156,3	702,6	1.491,3	1.325,9	13.762,5
mag.	0,4	7.885,7	3.092,8	88,2	4.704,8	1.240,0	1.908,6	1.348,0	208,2	226,4	2.012,1	150,9	712,2	1.483,8	1.343,6	13.815,2
giu.	0,4	7.989,6	3.167,2	94,4	4.728,0	1.287,7	1.889,6	1.347,1	203,6	225,0	2.042,4	145,9	718,9	1.494,2	1.372,3	13.988,7
lug.	0,4	7.946,0	3.147,5	92,2	4.706,3	1.248,5	1.894,8	1.346,8	216,2	225,3	2.062,9	152,8	720,3	1.470,1	1.338,1	13.916,0
ago.	0,4	7.973,3	3.175,7	95,5	4.702,1	1.239,2	1.905,7	1.348,7	208,5	228,1	2.072,4	152,9	719,8	1.469,6	1.283,5	13.899,9
set.	0,4	8.010,0	3.210,9	96,4	4.702,7	1.264,0	1.883,6	1.347,0	208,2	224,9	2.073,9	153,2	718,3	1.481,1	1.314,2	13.976,1
ott.	0,4	8.097,2	3.281,0	96,2	4.720,1	1.268,3	1.884,7	1.350,4	216,7	223,8	2.074,9	160,2	720,2	1.523,3	1.330,8	14.130,7
nov. (p)	0,4	8.207,2	3.367,8	97,4	4.742,1	1.309,9	1.881,0	1.352,3	198,8	255,5	2.087,7	168,6	724,2	1.599,3	1.281,6	14.324,5

Fonte: BCE.

Tavola 2.3

Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro (incluso l'Eurosistema¹⁾)

(miliardi di euro (consistenze di fine periodo non destagionalizzate))

1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività sull'estero	Immobilitazioni	Altre attività	Totale attività
	1	Amm. pubb. 2	Altri residenti nell'area dell'euro 3	4	Amm. pubb. 5	Altri residenti nell'area dell'euro 6					
1997 set.	5.425,0	835,2	4.589,7	1.368,3	1.180,9	187,5	218,9	1.822,6	242,0	795,8	9.872,5
ott.	5.455,5	839,7	4.615,8	1.365,1	1.178,3	186,8	222,5	1.829,2	244,9	807,5	9.924,7
nov.	5.493,8	851,9	4.641,9	1.372,8	1.183,4	189,4	226,5	1.885,4	247,3	851,4	10.077,2
dic.	5.549,0	841,9	4.707,1	1.341,5	1.160,7	180,8	238,0	1.871,2	242,1	817,4	10.059,2
1998 gen.	5.546,6	827,6	4.719,0	1.369,7	1.182,2	187,5	251,4	1.893,8	239,6	842,8	10.143,9
feb.	5.568,0	826,7	4.741,3	1.383,5	1.190,8	192,7	261,4	1.918,8	240,0	849,8	10.221,6
mar.	5.600,3	826,0	4.774,3	1.402,6	1.205,7	196,9	277,9	1.954,8	241,7	825,0	10.302,3
apr.	5.635,0	829,0	4.806,0	1.409,4	1.212,7	196,7	286,4	1.931,1	241,9	847,1	10.350,9
mag.	5.641,4	820,4	4.821,0	1.423,2	1.223,3	199,9	292,0	1.925,2	250,8	864,7	10.397,3
giu.	5.701,1	826,5	4.874,6	1.417,9	1.224,8	193,0	288,9	1.949,8	247,9	872,5	10.478,0
lug.	5.740,7	822,8	4.917,9	1.404,1	1.208,5	195,6	280,7	1.912,9	243,0	864,4	10.445,8
ago.	5.739,3	825,0	4.914,3	1.412,9	1.216,8	196,1	274,2	1.911,2	244,1	816,6	10.398,3
set.	5.789,2	827,5	4.961,7	1.407,3	1.212,1	195,1	276,2	1.900,0	244,9	831,1	10.448,7
ott.	5.827,5	834,6	4.992,9	1.419,1	1.219,8	199,4	277,4	1.903,9	246,8	842,1	10.516,9
nov. (p)	5.877,6	839,5	5.038,1	1.423,5	1.228,3	195,2	288,0	1.972,1	249,3	801,4	10.611,9

1. Passività

	Circolante	Depositi della Amm. centrale	Depositi di altre Amm. pubb./altri residenti nell'area dell'euro				Pronti contro termine	Quote o partecip. a fondi di investimento monetario/titoli di mercato monetario	Titoli obbligaz.	Capitale e riserve	Passività sull'estero	Altre passività	Eccesso di passività tra le istit. finanziarie monetarie	Totale passività
			Amm. pubb. 3	Over-night 4	Con durata prestab. 5	Rimborsabili con preavv. 6								
1997 set.	309,3	151,8	4.530,5	1.140,3	1.895,4	1.287,4	207,4	285,8	1.297,1	687,0	1.347,1	1.292,4	-28,4	9.872,5
ott.	309,8	151,8	4.542,6	1.142,6	1.904,3	1.288,5	207,2	282,8	1.298,9	683,3	1.359,8	1.307,9	-12,2	9.924,7
nov.	312,9	143,4	4.577,1	1.170,0	1.899,5	1.291,8	215,8	282,5	1.304,3	685,6	1.409,0	1.359,5	2,9	10.077,2
dic.	318,4	154,7	4.657,9	1.227,3	1.897,0	1.328,4	205,3	271,7	1.310,8	698,4	1.407,4	1.287,6	-47,7	10.059,2
1998 gen.	310,2	146,3	4.654,9	1.180,2	1.915,3	1.341,9	217,5	278,2	1.318,4	695,6	1.450,6	1.343,6	-53,9	10.143,9
feb.	310,5	160,0	4.664,7	1.183,7	1.919,4	1.345,2	216,3	279,3	1.338,4	696,5	1.483,8	1.335,4	-47,0	10.221,6
mar.	310,6	139,8	4.665,1	1.211,5	1.894,8	1.346,5	212,3	280,8	1.351,9	705,6	1.535,3	1.347,0	-33,8	10.302,3
apr.	313,6	141,7	4.687,9	1.225,4	1.909,9	1.346,1	206,6	290,0	1.356,0	693,7	1.507,7	1.395,6	-35,3	10.350,9
mag.	315,9	135,3	4.708,8	1.244,0	1.908,6	1.348,0	208,2	287,7	1.360,2	700,7	1.499,7	1.409,7	-20,7	10.397,3
giu.	314,2	148,9	4.732,5	1.292,2	1.889,6	1.347,1	203,6	283,0	1.376,4	714,5	1.515,0	1.437,9	-44,5	10.478,0
lug.	319,4	156,4	4.709,3	1.251,5	1.894,8	1.346,8	216,2	290,2	1.386,4	713,4	1.494,1	1.408,0	-31,5	10.445,8
ago.	313,7	165,4	4.705,6	1.242,7	1.905,7	1.348,7	208,5	292,9	1.384,3	711,9	1.491,2	1.359,7	-26,3	10.398,3
set.	310,6	163,6	4.707,3	1.268,5	1.883,6	1.347,0	208,2	289,4	1.383,4	714,8	1.504,3	1.385,0	-9,7	10.448,7
ott.	312,1	160,9	4.724,4	1.272,5	1.884,7	1.350,4	216,7	296,2	1.380,9	712,5	1.545,9	1.399,0	-15,1	10.516,9
nov. (p)	313,4	154,3	4.748,4	1.316,2	1.881,0	1.352,3	198,9	327,2	1.375,7	710,4	1.619,4	1.350,4	12,7	10.611,9

Fonte : BCE.

1) La Banca centrale europea è stata istituita il 1° giugno del 1998. I dati relativi all'Eurosistema si riferiscono alla BCE (a partire dal giugno 1998) e alle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro.

Tavola 2.4

Aggregati monetari ¹⁾

(miliardi di euro (consistenze di fine periodo; dati non destagionalizzati) e variazioni percentuali annue)

			M1		Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	M2		Pronti contro termine	Quote o partecip. a fondi di investim. monet./ titoli di mercato monetario	Titoli obbligazionari con scadenza fino a 2 anni	
	Circolante	Depositi overnight	Totale	Variazione percentuale annua ²⁾			Totale	Variazione percentuale annua ²⁾				
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	1997											
set.	309,3	1.204,8	1.514,1	8,7	898,7	1.121,9	3.534,7	3,9	207,4	285,8	70,4	
ott.	309,8	1.208,7	1.518,5	9,3	905,1	1.123,8	3.547,4	4,2	207,2	282,8	72,1	
nov.	312,9	1.238,6	1.551,5	8,3	899,5	1.127,4	3.578,4	3,9	215,8	282,5	69,5	
dic.	318,4	1.296,8	1.615,2	6,5	890,3	1.161,7	3.667,2	3,1	205,3	271,7	73,3	
1998												
gen.	310,2	1.251,3	1.561,5	8,3	902,4	1.177,6	3.641,5	3,8	217,5	278,2	74,5	
feb.	310,5	1.251,8	1.562,4	8,7	898,4	1.181,7	3.642,4	4,0	216,3	279,3	79,3	
mar.	310,6	1.281,4	1.592,0	9,3	872,5	1.183,5	3.648,0	4,1	212,3	280,8	85,5	
apr.	313,6	1.293,4	1.607,0	10,7	886,3	1.185,3	3.678,5	4,8	206,6	290,0	86,0	
mag.	315,9	1.310,4	1.626,3	10,5	882,6	1.189,3	3.698,3	4,9	208,2	287,7	89,1	
giu.	314,2	1.359,3	1.673,5	10,0	863,8	1.189,6	3.726,8	4,9	203,6	283,0	88,7	
lug.	319,4	1.319,0	1.638,4	8,5	866,8	1.190,4	3.695,6	4,2	216,2	290,2	94,1	
ago.	313,7	1.309,7	1.623,4	8,6	873,4	1.193,5	3.690,3	4,2	208,5	292,9	88,9	
set.	310,6	1.334,1	1.644,7	8,6	861,5	1.192,6	3.698,7	4,6	208,2	289,4	85,3	
ott.	312,1	1.337,9	1.650,0	8,7	865,9	1.196,3	3.712,2	4,6	216,7	296,2	89,1	
nov. (p)	313,4	1.381,2	1.694,6	9,2	865,2	1.198,0	3.757,8	5,0	198,9	327,2	80,4	

Fonte: BCE.

- 1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e dell'Amministrazione centrale (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dall'Amministrazione centrale.
- 2) Calcolate in questa occasione a partire dalle consistenze, corrette per tenere conto di incompletezze nei dati relativi ai periodi precedenti al settembre 1997. Nel prossimo futuro, le differenze tra le consistenze saranno corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni e altre variazioni che non derivano da transazioni.
- 3) Il tasso di crescita di M3 relativo a novembre 1998 è stato corretto per tenere conto del fatto che attualmente i dati sui fondi di investimento monetario in uno degli Stati membri sono disponibili solo per quel mese.

M3			Per memoria: passività non-monetarie delle istituzioni finanziarie monetarie					Totale	
Totale	Variazione percentuale annua ^{2) 3)}	Media mobile centrata di tre mesi	Depositi			Titoli obbligazionari con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve		
12	13	14	15	Con durata prestabilita oltre i 2 anni	Rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	17	18			19	20
4.098,3	4,0	.	1.214,0	997,3	216,6	1.226,7	687,0	3.218,6	1997 set.
4.109,6	4,2	4,2	1.215,8	999,8	216,0	1.226,7	683,3	3.217,9	ott.
4.146,2	4,3	4,1	1.216,6	1.000,5	216,1	1.234,8	685,6	3.230,1	nov.
4.217,5	3,9	4,2	1.227,0	1.007,3	219,8	1.237,5	698,4	3.257,6	dic.
4.211,6	4,4	4,3	1.231,3	1.013,6	217,7	1.244,0	695,6	3.273,5	1998 gen.
4.217,4	4,3	4,4	1.239,2	1.021,7	217,5	1.259,1	696,5	3.299,9	feb.
4.226,6	4,4	4,5	1.239,7	1.022,9	216,8	1.266,4	705,6	3.321,2	mar.
4.261,2	4,9	4,6	1.239,0	1.024,3	214,7	1.270,0	693,7	3.315,4	apr.
4.283,3	4,6	4,7	1.239,5	1.026,5	213,0	1.271,0	700,7	3.326,3	mag.
4.302,1	4,7	4,6	1.238,5	1.026,5	212,0	1.287,7	714,5	3.356,6	giu.
4.296,1	4,4	4,5	1.239,2	1.028,4	210,8	1.292,3	713,4	3.362,1	lug.
4.280,7	4,2	4,4	1.242,7	1.032,8	209,9	1.295,3	711,9	3.368,0	ago.
4.281,6	4,5	4,6	1.231,9	1.022,6	209,3	1.298,1	714,8	3.354,8	set.
4.314,2	5,0	4,7	1.228,4	1.019,3	209,1	1.291,8	712,5	3.347,0	ott.
4.364,3	4,5	.	1.225,7	1.016,2	209,5	1.295,3	710,4	3.348,4	(p) nov.

Tavola 2.5

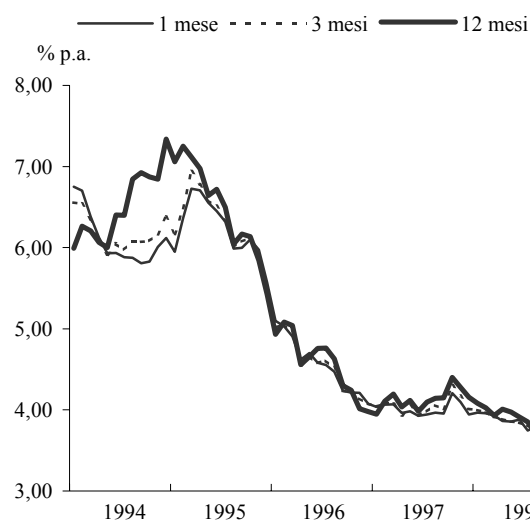
Tassi di interesse di mercato monetario ¹⁾

(valori percentuali annui; dati di fine periodo)

	Area euro ²⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi Overnight 1	Depositi a 1 mese 2	Depositi a 3 mesi 3	Depositi a 6 mesi 4	Depositi a 12 mesi 5	Depositi a 3 mesi 6	Depositi a 3 mesi 7
1994	5,24	6,12	6,38	6,83	7,34	6,37	2,34
1995	5,62	5,57	5,49	5,62	5,42	5,44	0,50
1996	4,04	4,08	4,08	4,06	3,98	5,43	0,31
1997	3,98	3,94	4,01	4,05	4,15	5,62	0,36
1998	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1997 dic.	3,98	3,94	4,01	4,05	4,15	5,62	0,36
1998 gen.	3,89	3,97	4,00	4,08	4,08	5,50	0,41
feb.	4,22	3,96	3,97	3,98	4,02	5,55	0,48
mar.	3,83	3,93	3,92	3,89	3,93	5,59	0,50
apr.	3,76	3,86	3,89	3,93	4,01	5,60	0,45
mag.	3,79	3,85	3,86	3,89	3,98	5,59	0,37
giu.	3,76	3,88	3,84	3,85	3,91	5,59	0,43
lug.	3,77	3,74	3,80	3,82	3,85	5,56	0,34
ago.	3,78	3,80	3,81	3,72	3,69	5,50	0,37
set.	3,81	3,73	3,73	3,64	3,55	5,20	0,12
ott.	3,66	3,61	3,63	3,53	3,44	5,12	0,68
nov.	3,40	3,62	3,51	3,43	3,36	5,12	0,68
dic.	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
4 dic.	3,10	3,33	3,29	3,22	3,14	5,09	0,20
11	3,13	3,32	3,23	3,14	3,16	5,14	0,12
18	2,93	3,27	3,21	3,13	3,14	5,56	0,56
25	2,81	3,27	3,14	3,19	3,06	5,18	0,28
1999 1 gen.	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18

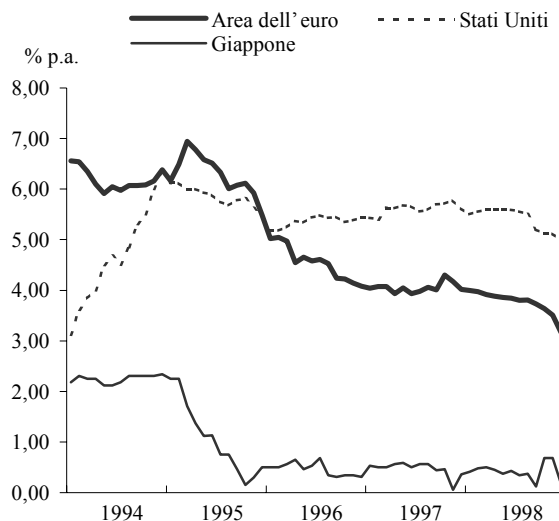
Tassi di mercato monetario dell'area dell'euro

(tassi a 1, 3 e 12 mesi)



Tassi di mercato monetario: a 3 mesi

(area dell'euro, Stati Uniti e Giappone)



Fonte: Reuters e BCE.

1) Tassi di interesse denaro del mercato interbancario.

2) Prima del 4 gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono stati calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL di ciascun paese.

Tavola 2.6

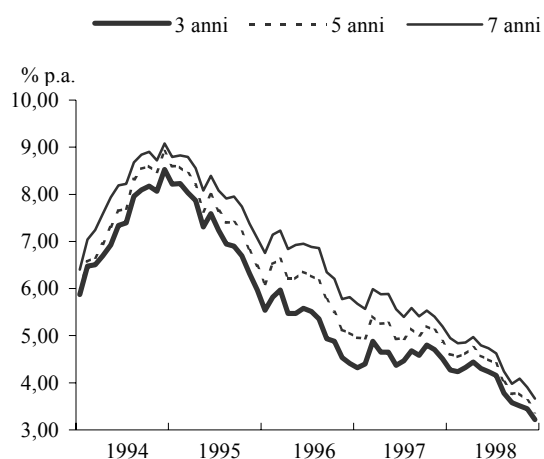
Rendimenti dei titoli pubblici ¹⁾

(punti percentuali; dati in ragione d'anno)

	Area dell'euro ²⁾					Stati Uniti	Giappone
	2 anni 1	3 anni 2	5 anni 3	7 anni 4	10 anni 5	10 anni 6	10 anni 7
1994	8,08	8,52	8,91	9,08	9,14	7,84	4,52
1995	5,69	5,97	6,48	7,06	7,38	5,58	3,05
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	6,19	6,42	2,61
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,41	5,74	1,90
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	3,93	4,66	2,47
1997 dic.	4,33	4,51	4,87	5,20	5,41	5,74	1,90
1998 gen.	4,11	4,27	4,61	4,95	5,16	5,52	1,98
feb.	4,08	4,24	4,55	4,84	5,03	5,70	1,88
mar.	4,17	4,32	4,61	4,86	5,01	5,67	1,82
apr.	4,26	4,44	4,75	4,97	5,11	5,67	1,71
mag.	4,13	4,30	4,58	4,79	4,97	5,58	1,49
giu.	4,08	4,24	4,50	4,73	4,88	5,44	1,60
lug.	4,04	4,16	4,41	4,62	4,76	5,50	1,54
ago.	3,68	3,78	4,01	4,24	4,42	5,04	1,33
set.	3,55	3,58	3,77	3,98	4,10	4,41	0,79
ott.	3,39	3,51	3,77	4,09	4,27	4,61	0,85
nov.	3,33	3,44	3,62	3,90	4,10	4,80	1,09
dic.	3,16	3,22	3,38	3,67	3,93	4,66	2,47
4 dic.	3,25	3,31	3,50	3,76	4,01	4,54	1,19
11	3,18	3,23	3,39	3,62	3,87	4,53	1,19
18	3,20	3,15	3,35	3,63	3,91	4,56	1,47
25	3,20	3,23	3,39	3,67	3,97	4,85	2,05
1999 1gen.	3,16	3,22	3,38	3,67	3,94	4,66	2,47

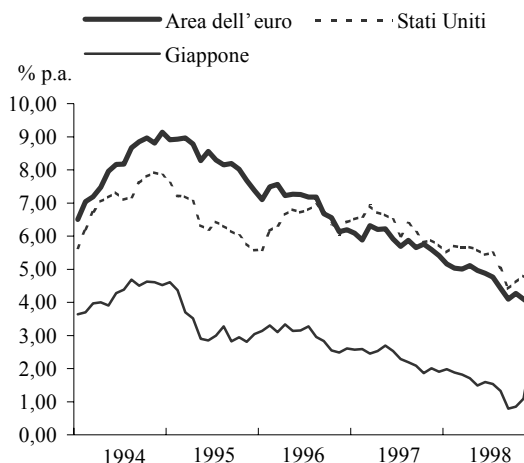
Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(rendimenti a 3, 5 e 7 anni)



Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

(area dell'euro, Stati Uniti e Giappone)



Fonti: Reuters, BCE, Federal Reserve e Banca del Giappone.

1) I rendimenti a 2, 3, 5 e 7 anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo. Quelli a 10 anni sono medie nel periodo indicato.

2) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli pubblici nazionali ponderati con il PIL di ciascun paese.

Tavola 2.7

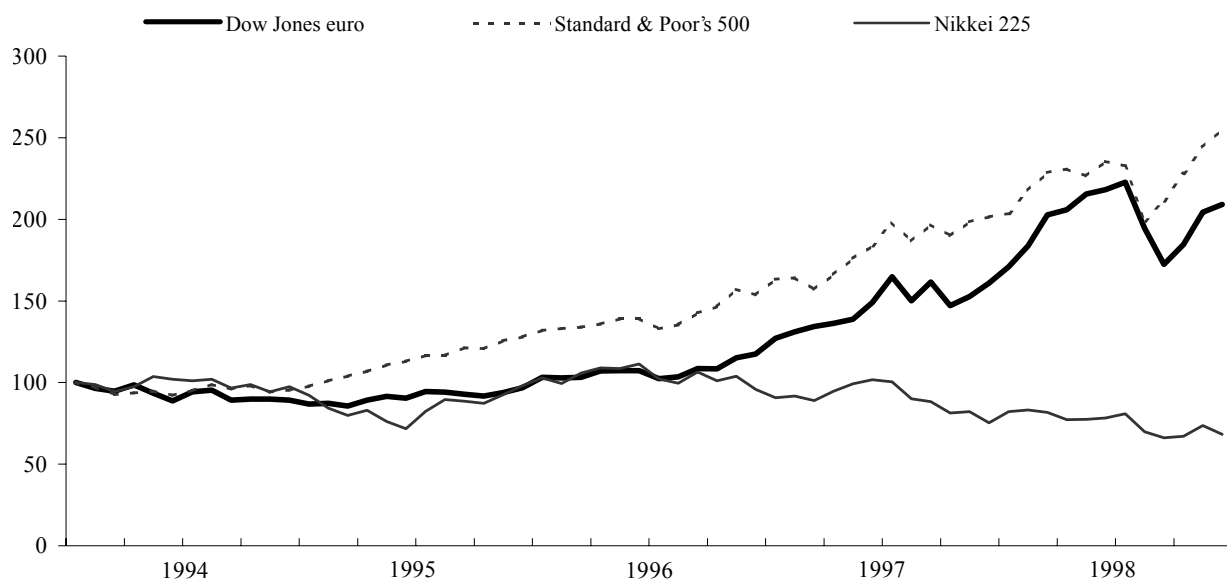
Indici del mercato azionario

(numeri indice; valori di fine periodo)

	Indici Dow Jones in euro											Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Indici settoriali										
	Totale	Primi 50 titoli	Materie prime	Beni di consumo ciclici	Beni di consumo non ciclici	Energetici	Finanziari	Conglomerate	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1994	127,33	1.320,59	145,88	107,82	143,90	125,92	109,29	125,91	132,31	128,66	122,60	455,19	19.299,47
1995	138,37	1.506,82	137,78	111,06	181,13	145,46	117,66	133,05	136,18	145,57	152,09	614,57	19.417,95
1996	167,75	1.850,32	145,11	120,25	274,94	180,64	137,84	156,11	171,05	153,17	192,40	743,25	20.147,27
1997	229,86	2.531,99	166,33	159,82	324,06	249,22	188,87	210,33	204,75	248,37	225,11	962,37	15.917,07
1998	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17
1997 dic.	229,86	2.531,99	166,33	159,82	324,06	249,22	188,87	210,33	204,75	248,37	225,11	962,37	15.917,07
1998 gen.	243,93	2.676,03	173,71	167,26	338,43	247,28	203,90	220,86	218,99	275,99	242,74	963,36	15.929,69
feb.	262,29	2.878,04	185,29	179,88	367,60	252,05	225,29	222,68	234,57	303,85	247,81	1.023,74	16.797,69
mar.	289,46	3.153,32	196,69	197,27	390,26	278,01	249,55	239,23	270,77	335,91	268,38	1.076,83	16.840,31
apr.	293,96	3.195,43	204,90	202,37	386,70	270,47	266,59	238,17	276,74	354,64	275,98	1.112,20	15.941,29
mag.	307,44	3.357,77	211,08	207,22	401,14	280,40	276,07	248,87	302,71	378,82	285,79	1.108,42	15.514,28
giu.	311,58	3.406,82	198,55	204,62	430,65	275,47	270,69	244,59	299,67	387,80	294,99	1.108,39	15.231,29
lug.	318,06	3.480,63	182,52	195,81	436,13	255,90	291,41	226,39	301,26	417,31	305,08	1.156,58	16.370,17
ago.	277,73	3.050,59	151,13	167,11	413,58	217,55	240,10	194,28	262,30	360,33	279,30	1.074,62	15.243,98
set.	246,31	2.670,97	131,62	137,37	379,55	230,22	187,86	182,29	240,51	279,90	277,86	1.020,64	14.140,69
ott.	263,49	2.887,11	138,21	147,48	419,19	223,71	206,17	197,45	250,98	300,39	295,80	1.098,67	13.564,51
nov.	291,73	3.232,44	147,95	153,01	442,91	237,51	236,66	208,39	270,40	339,22	306,30	1.176,46	14.883,70
dic.	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17
4 dic.	278,59	3.048,73	143,19	148,42	435,12	220,10	224,89	199,48	266,43	335,76	300,50	1.150,14	14.639,97
11	273,85	3.044,56	141,25	143,08	446,41	218,90	227,98	197,59	261,65	321,45	301,58	1.165,02	14.405,64
18	279,91	3.134,19	141,16	146,19	462,56	222,79	235,00	197,42	275,32	331,46	312,63	1.179,98	14.194,29
25	294,21	3.301,32	147,53	151,85	477,04	231,32	244,25	208,97	282,58	350,20	320,76	1.226,27	13.797,95
1999 1 gen.	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17

Dow Jones euro, S&P 500 e Nikkei 225

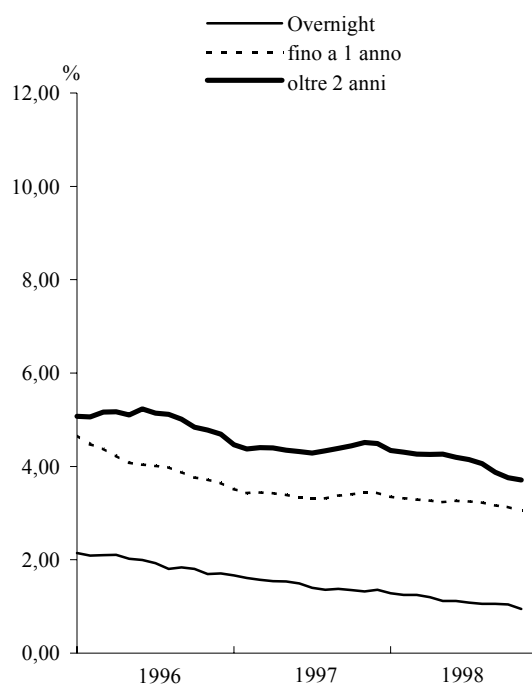
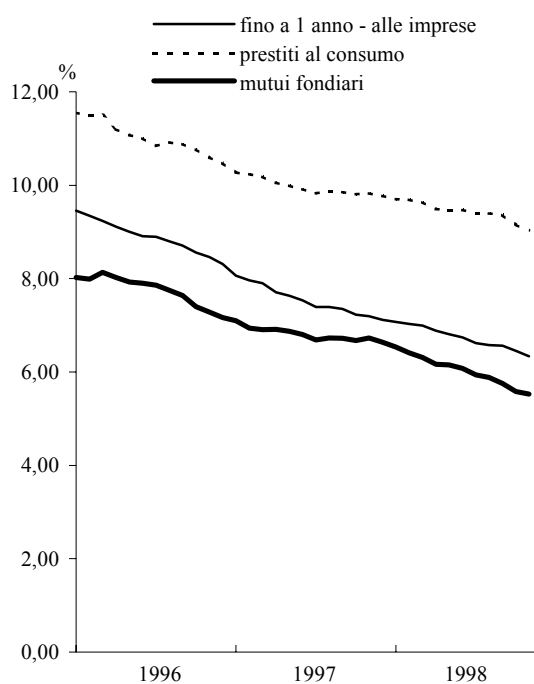
(Base: gennaio 1994=100)



Fonte: Reuters.

Tavola 2.8**Tassi di interesse bancari al dettaglio***(percentuali annue; i dati dei tassi di interesse sui prestiti sono provvisori)*

	Tassi di interesse sui depositi						Tassi di interesse sui prestiti			
	Overnight	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso		Alle imprese		Alle famiglie	
		fino a 1 anno	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Prestiti al consumo	Mutui fondiari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1996	1,94	4,07	4,68	5,03	3,01	3,16	8,90	.	11,03	7,76
1997	1,47	3,40	3,62	4,40	2,80	3,09	7,54	6,69	9,97	6,81
1997 nov.	1,33	3,44	3,54	4,51	2,79	3,33	7,19	6,60	9,83	6,72
dic.	1,36	3,44	3,52	4,49	2,79	3,39	7,12	6,42	9,77	6,64
1998 gen.	1,29	3,35	3,40	4,34	2,77	3,35	7,07	6,36	9,70	6,53
feb.	1,25	3,32	3,35	4,31	2,78	3,30	7,03	6,30	9,69	6,41
mar.	1,25	3,29	3,32	4,26	2,75	3,32	6,99	6,19	9,63	6,31
apr.	1,20	3,27	3,30	4,26	2,74	3,30	6,89	6,12	9,49	6,17
mag.	1,12	3,24	3,25	4,27	2,73	3,33	6,81	6,09	9,46	6,15
giu.	1,12	3,26	3,27	4,19	2,61	3,34	6,74	6,04	9,47	6,08
lug.	1,08	3,25	3,26	4,15	2,58	3,29	6,61	6,00	9,39	5,94
ago.	1,05	3,23	3,23	4,06	2,56	3,30	6,58	5,91	9,40	5,88
set.	1,05	3,17	3,17	3,88	2,54	3,21	6,56	5,78	9,37	5,75
ott.	1,04	3,13	3,13	3,76	2,52	3,14	6,45	5,65	9,15	5,58
nov.	0,94	3,06	3,06	3,71	2,52	3,12	6,34	5,57	9,03	5,52

Tassi di interesse sui depositi**Tassi di interesse sui prestiti**

Fonte: BCE.

Questi tassi di interesse bancari al dettaglio nell'area dell'euro dovrebbero essere usati con prudenza e solo a fini statistici, in primo luogo per analizzare il loro andamento nel tempo piuttosto che il loro livello. I valori corrispondono alla media ponderata dei tassi di interesse nazionali comunicati dalle banche centrali nazionali sulla base dei dati attualmente disponibili, giudicati corrispondenti alle categorie previste. Questi tassi nazionali sono stati aggregati per ottenere un'informazione riferita all'area dell'euro, in qualche caso sulla base di approssimazioni e stime a causa dell'eterogeneità degli strumenti finanziari negli Stati membri dell'Unione monetaria. Inoltre, i tassi di interesse non sono armonizzati in termini di copertura (tassi sui flussi e/o sulle consistenze), natura dei dati (tassi nominali o effettivi) o metodo di compilazione. I pesi dei paesi per i tassi di interesse bancari al dettaglio nell'area dell'euro sono tratti dalle statistiche mensili dei bilanci delle istituzioni finanziarie monetarie o da aggregati simili. I pesi tengono conto della diversa importanza in ogni paese degli strumenti rilevanti nell'area dell'euro, misurata in termini di consistenze. I pesi sono aggiornati mensilmente: di conseguenza, tassi di interesse e pesi si riferiscono sempre allo stesso mese.

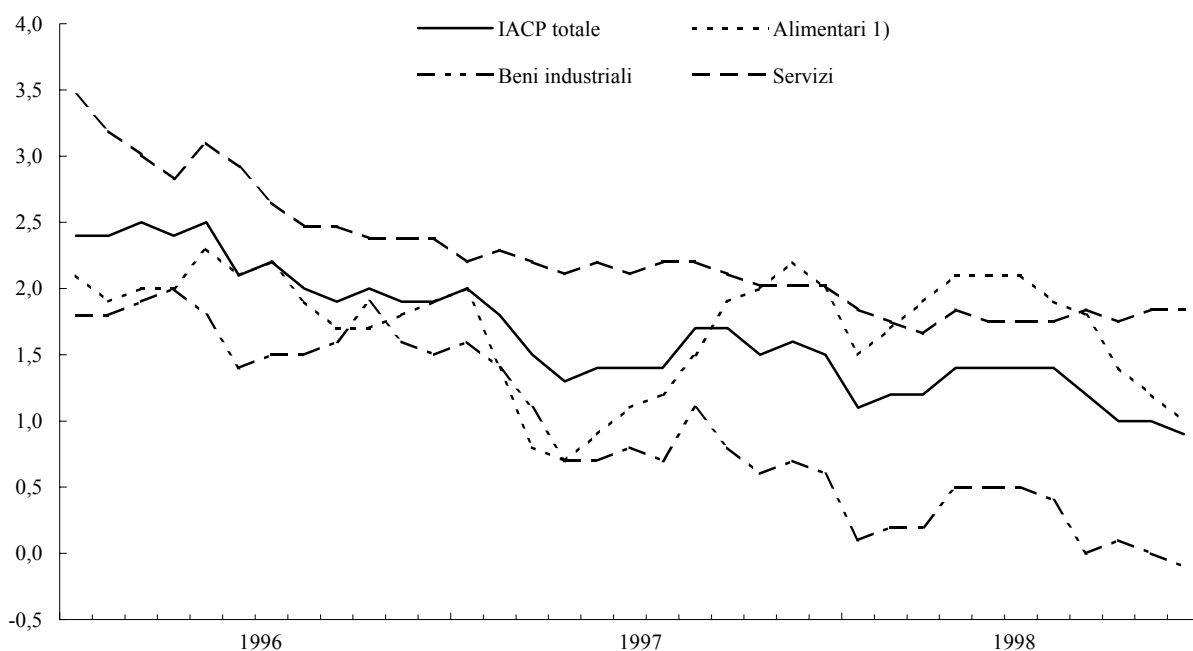
4 IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro

Tavola 4.1

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente salvo diversa indicazione)

Pesi sul totale (in perc.) ²⁾	Totale 1996=100	Totale								Servizi
	1	2	Beni			Industriali			9	
			3	Alimentari ¹⁾		7	Non energetici			
4	5	6		8	10					
1995	97,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1996 ³⁾	100,0	2,2	1,8	2,0	2,0	1,9	1,7	1,5	2,4	3,1
1997	101,6	1,6	1,1	1,5	1,5	1,5	0,9	0,5	2,6	2,4
1997 II trim.	101,4	1,4	0,8	0,9	1,4	0,3	0,7	0,4	2,0	2,4
1997 III trim.	101,8	1,6	1,1	1,5	1,5	1,5	0,9	0,3	3,0	2,5
1997 IV trim.	102,0	1,5	1,1	2,1	1,5	2,9	0,6	0,5	1,0	2,3
1998 I trim.	102,2	1,2	0,7	1,7	1,3	2,3	0,2	0,6	-1,5	2,0
1998 II trim.	102,8	1,4	1,1	2,1	1,6	2,9	0,5	1,0	-1,3	2,0
1998 III trim.	103,0	1,2	0,7	1,7	1,5	2,1	0,2	1,1	-3,2	2,0
1997 nov.	102,0	1,6	1,2	2,2	1,5	3,2	0,7	0,6	1,2	2,3
1997 dic.	102,1	1,5	1,1	2,0	1,3	2,9	0,6	0,6	0,5	2,3
1998 gen.	102,0	1,1	0,6	1,5	1,3	1,8	0,1	0,5	-1,4	2,1
1998 feb.	102,3	1,2	0,7	1,7	1,3	2,2	0,2	0,6	-1,4	2,0
1998 mar.	102,4	1,2	0,8	1,9	1,4	2,7	0,2	0,7	-1,7	1,9
1998 apr.	102,6	1,4	1,1	2,1	1,4	3,1	0,5	0,9	-0,9	2,1
1998 mag.	102,9	1,4	1,1	2,1	1,7	2,7	0,5	1,0	-1,4	2,0
1998 giu.	102,9	1,4	1,1	2,1	1,6	2,8	0,5	1,0	-1,6	2,0
1998 lug.	103,0	1,4	0,9	1,9	1,6	2,4	0,4	1,0	-1,9	2,0
1998 ago.	103,0	1,2	0,7	1,8	1,5	2,3	0,0	1,1	-3,8	2,1
1998 set.	102,9	1,0	0,5	1,4	1,3	1,5	0,1	1,1	-3,8	2,0
1998 ott.	102,9	1,0	0,4	1,2	1,3	1,0	0,0	1,0	-4,0	2,1
1998 nov.	102,9	0,9	0,3	1,0	1,3	0,6	-0,1	1,0	-4,3	2,1



Fonte: Eurostat.

1) Include le bevande alcoliche e i tabacchi.

2) I pesi riportati si riferiscono all'indice relativo al 1998.

3) Le variazioni relative al 1996 includono la Francia per l'indice generale IAPC, ma escludono la Francia per le componenti.

Tavola 4.2

Altri indicatori di prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Prezzi dei prodotti industriali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali									Prezzi internazionali delle materie prime in ecu	
	Totale industria al netto delle costruzioni 1995 = 100	Totale industria al netto delle costruzioni	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Durevoli	Non-durevoli	Costruzioni ¹⁾	Totale	Totale al netto dell'energia
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	100,0	3,7	3,9	5,2	1,8	2,1	1,4	2,5	.	0,2	2,1
1996	100,7	0,7	1,0	-0,6	1,3	1,7	1,3	1,8	1,2	6,5	-6,9
1997	101,7	1,1	0,6	1,1	0,2	1,0	0,2	1,4	1,4	10,0	13,0
1998	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-21,2	-12,5
1997 III trim.	102,0	1,4	1,0	1,9	0,0	0,9	-0,2	1,4	1,7	12,3	19,7
IV trim.	102,1	1,1	1,0	1,1	0,3	1,3	0,1	1,8	1,4	1,8	14,1
1998 I trim.	101,7	0,5	0,6	-0,1	0,3	1,0	-0,2	1,6	0,4	-13,8	-0,1
II trim.	101,3	-0,2	0,0	-0,9	0,3	.	.	1,0	0,2	-16,6	-10,7
III trim.	100,7	-1,3	-1,0	-2,6	0,5	.	.	0,3	.	-24,3	-18,1
IV trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-30,0	-20,5
1997 dic.	102,0	1,0	1,0	0,7	0,3	1,3	0,1	1,8	.	-3,7	12,3
1998 gen.	101,9	0,6	0,8	0,1	0,3	1,2	-0,2	1,8	.	-12,7	5,4
feb.	101,8	0,5	0,6	-0,1	0,2	1,0	-0,3	1,6	.	-12,8	-0,5
mar.	101,6	0,3	0,5	-0,3	0,3	0,9	-0,2	1,4	.	-15,9	-4,8
apr.	101,5	0,1	0,4	-0,4	0,2	0,8	-0,2	1,2	.	-12,2	-6,0
mag.	101,3	-0,2	-0,1	-0,9	0,3	0,6	0,0	0,8	.	-18,6	-12,8
giu.	101,1	-0,5	-0,3	-1,3	0,3	.	.	0,8	.	-18,9	-13,3
lug.	100,9	-0,8	-0,6	-1,9	0,5	.	.	0,6	.	-21,1	-14,4
ago.	100,7	-1,4	-1,2	-2,8	0,5	.	.	0,3	.	-26,3	-19,0
set.	100,5	-1,6	-1,4	-2,9	0,4	.	.	-0,1	.	-25,4	-20,9
ott.	100,3	-1,9	-1,7	-3,5	0,4	.	.	-0,3	.	-30,6	-23,6
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-28,6	-18,4
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-30,8	-19,5

2. Deflatori del PIL e indicatori del costo del lavoro

	Deflatori del PIL					Costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia	Redditi per addetto nell'intera economia	Retribuzioni per addetto nell'industria manifatturiera
	PIL 1995 = 100 (dest.)	PIL	Consumi privati	Consumi pubblici	Investimenti fissi lordi			
	12	13	14	15	16			
1995	100,0	2,7	2,6	3,0	2,1	1,7	3,5	3,7
1996	102,0	2,0	2,4	2,4	0,7	1,8	3,4	3,5
1997	103,4	1,4	1,8	2,0	0,9	0,6	2,6	3,0
1996 I trim.	101,4	2,5	2,5	3,2	1,2	2,6	3,6	4,1
II trim.	101,7	2,0	2,6	1,9	0,7	2,0	3,3	3,2
III trim.	102,2	1,8	2,2	1,9	0,4	1,7	3,5	3,7
IV trim.	102,6	1,6	2,1	2,0	0,4	1,5	3,3	2,8
1997 I trim.	102,9	1,5	2,0	1,7	0,6	1,8	2,9	3,1
II trim.	103,3	1,5	1,6	2,1	0,8	0,3	2,9	3,4
III trim.	103,4	1,2	1,9	1,7	1,0	-0,1	2,4	2,7
IV trim.	103,9	1,3	1,7	1,7	1,0	-0,4	2,1	2,8
1998 I trim.	104,4	1,4	1,4	1,3	0,6	-2,3	1,0	2,2
II trim.	104,9	1,5	1,5	1,2	0,2	-0,5	1,2	2,8
III trim.	105,1	1,1	0,9	1,1	0,0	.	.	.

Fonte: Eurostat, ad eccezione delle colonne 10 e 11 (HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg) e da 12 a 16 (elaborazioni della BCE sulla base dei deflatori in valuta nazionale) e da 17 a 19 (elaborazioni della BCE sulla base di dati nazionali non armonizzati).

1) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.

5 Indicatori congiunturali per l'area dell'euro

Tavola 5.1

Indicatori di prodotto e di domanda

1. Prodotto interno lordo a prezzi costanti e sue componenti

(miliardi di ecu; dati destagionalizzati; a prezzi 1990) ¹⁾

	PIL	Domanda interna	Consumi delle famiglie	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7
1995	4.495,9	4.401,3	2.761,3	708,2	907,9	1.443,5	1.348,9
1996	4.567,9	4.450,2	2.812,7	720,1	912,1	1.509,8	1.392,1
1997	4.684,1	4.538,3	2.854,1	721,8	929,7	1.663,3	1.517,5
1997 III trim.	1.177,6	1.137,6	714,5	180,7	233,2	428,7	388,6
IV trim.	1.185,4	1.147,7	720,3	179,7	235,8	432,4	394,8
1998 I trim.	1.195,1	1.162,9	725,2	181,2	239,9	434,3	402,0
II trim.	1.198,6	1.165,0	728,2	181,5	236,2	441,2	407,5
III trim. (p)	1.206,3	1.170,8	733,3	180,3	237,7	444,3	408,8

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) ¹⁾

	PIL	Domanda interna	Consumi delle famiglie	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
	8	9	10	11	12	13	14
1995	2,2	1,9	1,9	0,1	3,3	8,1	7,5
1996	1,6	1,1	1,9	1,7	0,5	4,6	3,2
1997	2,5	2,0	1,5	0,2	1,9	10,2	9,0
1997 III trim.	2,8	2,1	1,3	0,3	1,7	13,0	11,7
IV trim.	3,2	2,6	2,0	-0,5	2,7	11,4	10,4
1998 I trim.	3,8	4,0	2,6	0,3	5,2	11,1	12,2
II trim.	2,5	2,7	2,2	0,4	1,5	7,3	8,4
III trim. (p)	2,4	2,9	2,6	-0,2	1,9	3,6	5,2

2. Altri indicatori dell'economia reale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Produzione industriale ³⁾								Vendite al dettaglio a prezzi costanti	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale al netto delle costruzioni 1995 = 100 (dest.)	Totale al netto delle costruzioni	Trasformazione industriale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo durevoli	Beni di consumo non durevoli	Costruzioni		
	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
1995	100,0	3,4	3,5	2,5	7,3	-0,7	1,7	0,0	2,0	0,3
1996	100,1	0,0	-0,2	-0,6	1,7	0,0	-0,8	-2,3	1,1	6,6
1997	104,2	4,1	4,7	5,4	4,2	1,0	2,2	-1,2	0,9	3,9
1997 III trim.	105,2	4,9	5,4	6,3	5,7	1,4	2,1	-2,3	0,9	6,0
IV trim.	106,5	5,7	6,4	7,2	6,1	3,5	2,8	-0,1	2,2	11,2
1998 I trim.	107,6	6,3	7,3	7,3	9,2	8,6	1,3	3,0	2,7	12,6
II trim.	108,5	4,4	5,0	4,3	6,6	7,9	2,1	0,0	1,8	3,3
III trim.	109,4	4,0	4,3	3,3	7,0	7,7	1,9	-1,9	3,0	7,5
1997 nov.	106,1	4,8	5,3	6,2	5,2	2,8	1,3	0,6	-0,8	9,9
dic.	106,9	6,5	7,8	8,4	6,4	4,6	4,4	-1,0	3,8	13,6
1998 gen.	107,0	5,8	7,6	7,7	8,0	5,9	2,2	10,2	2,9	10,7
feb.	107,7	6,0	6,9	7,1	8,0	8,6	1,1	0,0	2,2	9,8
mar.	108,1	6,9	7,3	7,2	11,2	11,1	0,8	-0,2	3,1	16,5
apr.	108,2	3,2	3,7	3,5	4,9	5,5	0,8	-3,0	0,8	-1,8
mag.	109,1	6,8	7,7	6,1	10,4	12,3	4,2	2,8	1,9	6,9
giu.	108,2	3,3	3,7	3,3	4,7	6,3	1,5	0,3	2,7	5,3
lug.	109,7	4,2	4,6	3,6	7,8	8,0	2,4	-0,9	3,6	7,3
ago.	109,7	4,8	5,2	4,0	8,0	8,9	2,4	-1,3	2,5	7,3
set.	108,9	3,2	3,5	2,5	5,7	6,9	1,1	-3,3	2,8	7,9
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	15,5

Fonte: Eurostat, eccetto colonna 23 (elaborazioni della BCE sulla base di dati nazionali non armonizzati) e colonna 24 (ACEA/A.A.A.)

1) Le componenti non includono la variazione delle scorte.

2) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono gli scambi commerciali all'interno dell'area dell'euro.

3) Al netto della variazione dei giorni lavorativi.

Tavola 5.2

Indicatori del mercato del lavoro

(dati destagionalizzati)

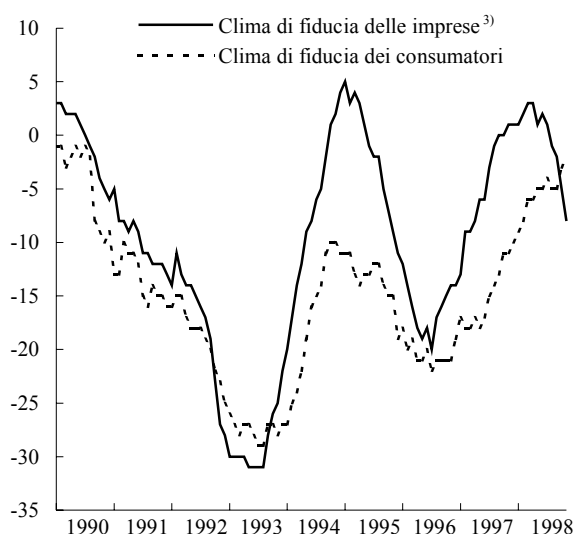
	Occupazione ¹⁾				Disoccupazione ²⁾		Produttività ¹⁾	
	Totale economia		Industria		milioni	in percentuale delle forze di lavoro	Variazione percentuale annua (totale economia)	Variazione percentuale annua (industria)
	1995 = 100	Variazione percentuale annua	1995 = 100	Variazione percentuale annua					5	6	7	8
	1	2	3	4				
1995	100,0	0,4	100,0	-0,8	14,400	11,4	1,8	4,4
1996	100,2	0,2	98,6	-1,4	14,822	11,6	1,6	1,2
1997	100,5	0,3	97,9	-0,8	14,927	11,7	2,1	5,6
1997 III trim.	100,6	0,3	98,0	-0,3	14,962	11,7	2,5	5,6
IV trim.	100,8	0,5	98,4	0,5	14,842	11,6	2,6	5,9
1998 I trim.	101,1	1,0	99,6	2,2	14,523	11,3	3,4	4,8
II trim.	101,5	1,1	100,4	2,9	14,265	11,1	1,7	2,0
III trim.	102,0	1,4	100,9	2,9	14,061	11,0	.	.
1997 Nov.	.	.	.	.	14,832	11,6	.	.
Dic.	.	.	.	.	14,775	11,5	.	.
1998 Gen.	.	.	.	.	14,573	11,4	.	.
Feb.	.	.	.	.	14,537	11,3	.	.
Mar.	.	.	.	.	14,459	11,3	.	.
Apr.	.	.	.	.	14,336	11,2	.	.
Mag.	.	.	.	.	14,279	11,2	.	.
Giu.	.	.	.	.	14,179	11,1	.	.
Lug.	.	.	.	.	14,108	11,0	.	.
Ago.	.	.	.	.	14,080	11,0	.	.
Set.	.	.	.	.	13,994	10,9	.	.
Ott.	.	.	.	.	13,868	10,8	.	.
Nov.	.	.	.	.	13,802	10,8	.	.

Figura 5.3

Inchieste congiunturali

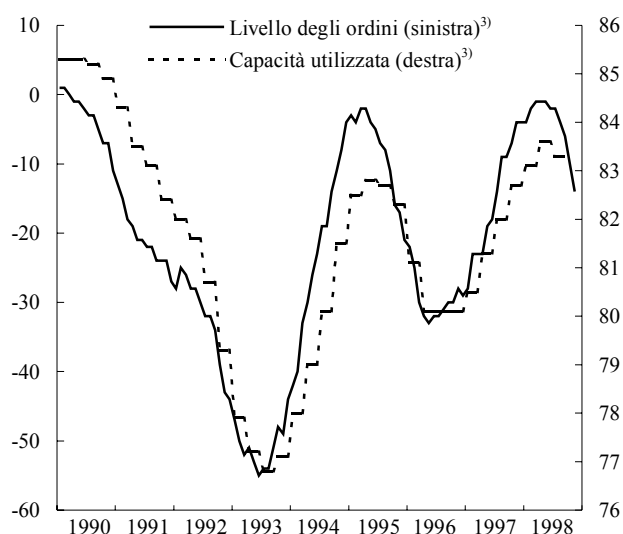
Indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese

(saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Capacità utilizzata e livello degli ordini

(capacità utilizzata: valori percentuali; livello degli ordini: saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE, elaborazioni sulla base di dati nazionali non armonizzati (colonne da 1 a 4, 7 e 8), Eurostat (colonne 5 e 6); per il grafico, indagini della Commissione europea tra le imprese e i consumatori.

1) I risultati trimestrali sono basati su dati disponibili per i paesi che producono statistiche mensili o trimestrali.

2) Secondo le raccomandazioni dell'ILO.

3) Settore manifatturiero, media mobile di 2 periodi; i dati per la capacità utilizzata sono rilevati nei mesi di gennaio, aprile, luglio e ottobre.

6 Risparmio, investimenti e saldi finanziari nell'area dell'euro

Tavola 6

Risparmio, investimenti e saldi finanziari

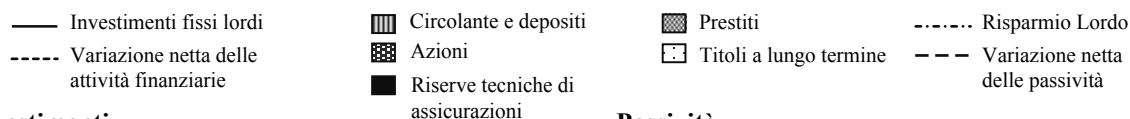
(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)

	Risparmio e investimenti nell'area dell'euro ¹⁾			Investimenti dei settori privati non finanziari ^{1) 2)}							
	Risparmio lordo	Investimenti fissi lordi	Saldo delle transazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti fissi lordi	Imprese non finanziarie	Variazione netta delle attività finanziarie	Circolante e depositi	Titoli	Titoli a lungo termine	Azioni	Riserve tecniche di assicurazioni
1990	23,5	22,8	0,1	19,2	14,4	18,7	5,6	4,4	3,2	1,8	2,5
1991	21,9	22,9	-1,2	19,3	14,9	16,8	4,0	3,0	2,6	1,6	2,5
1992	20,9	22,1	-1,0	18,4	14,1	14,3	4,5	1,7	0,5	1,2	2,6
1993	20,0	20,2	0,5	16,5	12,7	13,0	5,4	0,6	1,1	1,3	2,9
1994	20,4	19,8	0,3	16,7	13,0	14,1	3,3	2,3	2,5	1,8	3,0
1995	21,3	20,0	1,0	17,0	13,3	13,2	4,8	1,9	1,7	1,1	3,2
1996	20,8	19,6	1,4	16,7	13,0	13,2	4,1	0,3	1,2	1,7	3,6
1997	21,4	19,0	2,1	16,7	12,9	12,1	2,1	-0,2	0,2	2,8	3,5

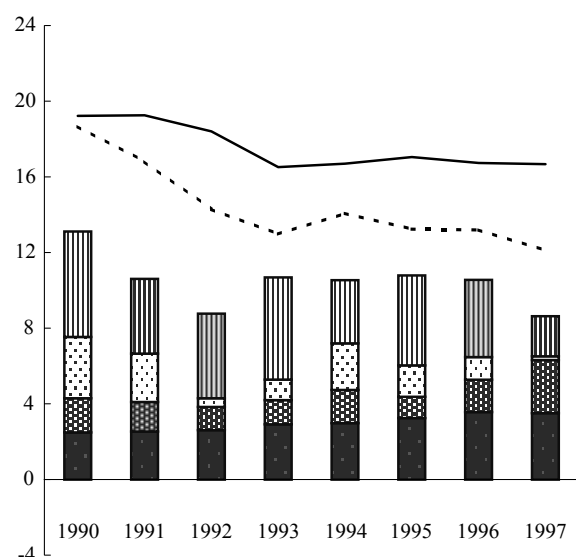
	Finanziamenti dei settori privati non finanziari ^{1) 2)}								Risparmio finanziario (col. 6 - 14)	Investimenti finanziari in percentuale degli investimenti lordi totali (col. 6 / (4+6))	Variazione netta delle passività in percentuale del finanziamento totale (col. 14 / (12+14))
	Risparmio lordo	Famiglie	Variazione netta delle passività	Titoli		Azioni	Prestiti	Prestiti a lungo termine			
				Titoli a lungo termine	Prestiti a lungo termine						
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1990	22,7	12,9	14,2	0,6	0,3	1,8	10,4	3,8	4,4	49,3	38,5
1991	21,1	13,1	13,2	0,4	0,3	1,5	9,7	4,1	3,6	46,6	38,4
1992	20,8	13,1	10,7	0,7	0,6	1,4	7,4	4,1	3,6	43,7	33,9
1993	20,1	12,6	7,4	1,3	1,4	1,5	3,6	4,1	5,6	44,0	26,9
1994	20,1	11,7	10,0	1,1	1,2	1,8	4,2	3,5	4,1	45,7	33,1
1995	21,1	11,9	5,7	-1,7	-1,8	1,6	5,2	2,7	7,5	43,7	21,3
1996	20,6	11,7	8,7	0,2	0,1	1,8	5,1	3,2	4,5	44,1	29,7
1997	20,1	11,1	8,0	0,1	0,0	1,4	5,5	2,5	4,1	42,1	28,5

Investimenti e passività dei settori privati non finanziari ^{1) 2)}

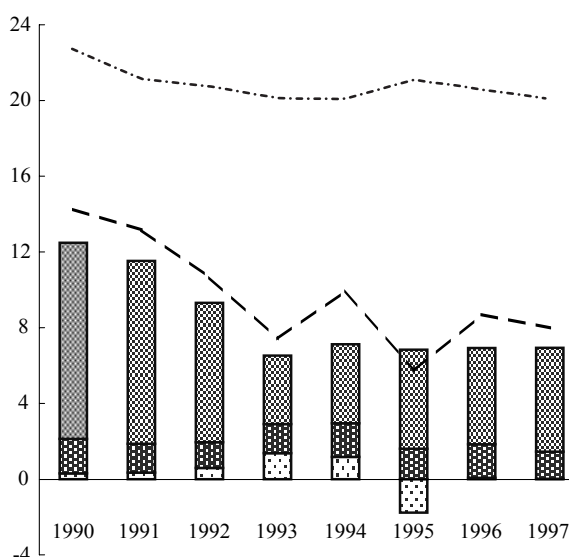
(in percentuale del PIL)



Investimenti



Passività



Fonte: BCE.

1) Alcune componenti degli investimenti e delle passività.

2) I settori privati non finanziari includono le società non finanziarie, le famiglie e le istituzioni sociali private senza fine di lucro.

7 Posizione di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro e dei paesi dell'area

Tavola 7.1

Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro¹⁾ - Entrate e spese

	Entrate correnti ²⁾				Spese correnti ²⁾				Spese in conto capitale nette ²⁾		Disav.(-) / Avanz.(+)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1990	45,0	12,0	12,9	16,7	45,0	17,5	4,8	18,5	4,1	3,0	-4,1
1991	45,9	12,3	12,9	17,3	46,2	18,1	4,9	19,2	4,2	3,1	-4,4
1992	46,7	12,3	13,0	17,7	47,7	18,5	5,5	19,9	3,6	3,1	-4,6
1993	47,6	12,5	13,2	18,1	49,4	18,8	5,7	20,8	3,9	2,9	-5,6
1994	47,0	12,0	13,4	18,0	48,5	18,5	5,5	20,7	3,6	2,8	-5,1
1995	46,8	12,1	13,3	18,0	48,2	18,2	5,8	20,6	3,6	2,6	-5,0
1996	47,1	12,1	13,4	18,2	48,2	18,3	5,5	20,6	3,2	2,5	-4,2
1997	47,3	12,2	13,5	18,2	47,1	17,9	5,1	20,5	2,7	2,4	-2,5

2. Area dell'euro²⁾ - Disavanzo e debito

	Disav.(-) / Avanz.(+) primario	Disavanzo corretto per il ciclo ²⁾	Raccordo tra disavanzo e variazione del debito ³⁾	Variazioni del debito ⁴⁾				Debito lordo			
				Totale	Depositi/prestiti	Titoli a breve	Titoli a medio-lungo termine	Totale	Depositi/prestiti	Titoli a breve	Titoli a medio-lungo termine
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1990	0,7	-5,7	1,5	5,6	1,3	1,0	3,3	58,4	18,8	9,4	30,2
1991	0,5	-5,9	0,7	5,2	1,2	0,0	4,0	58,3	18,4	8,5	31,4
1992	0,9	-5,6	2,2	6,8	1,7	0,8	4,2	61,8	19,0	8,9	33,9
1993	0,2	-4,9	2,5	8,0	1,5	-0,3	6,9	68,3	20,0	8,3	39,9
1994	0,4	-4,7	0,8	5,9	0,2	0,6	5,1	70,7	19,2	8,5	43,1
1995	0,8	-4,6	2,3	7,2	2,0	-0,2	5,5	74,6	20,3	7,8	46,5
1996	1,4	-3,5	-0,2	3,9	0,3	0,0	3,6	76,0	19,9	7,6	48,5
1997	2,6	-1,9	-0,3	2,2	0,0	-1,0	3,2	75,3	19,1	6,3	49,9

3. Paesi appartenenti all'area dell'euro - Disavanzo (-) / avanzo (+)

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1990	-5,5	-2,1	-4,3	-1,6	-2,3	-11,1	5,0	-5,1	-2,4	-5,1	5,4
1991	-6,3	-3,1	-4,5	-2,1	-2,3	-10,1	1,9	-2,9	-3,0	-6,0	-1,5
1992	-6,9	-2,6	-4,1	-3,9	-2,5	-9,6	0,8	-3,9	-2,0	-3,0	-5,9
1993	-7,1	-3,2	-7,0	-5,8	-2,4	-9,5	1,7	-3,2	-4,2	-6,1	-8,0
1994	-4,9	-2,4	-6,3	-5,8	-1,7	-9,2	2,8	-3,8	-5,0	-6,0	-6,4
1995	-3,9	-3,3	-7,3	-4,9	-2,2	-7,7	1,9	-4,0	-5,1	-5,7	-4,7
1996	-3,2	-3,4	-4,7	-4,1	-0,4	-6,7	2,9	-2,0	-3,7	-3,3	-3,5
1997	-2,0	-2,7	-2,6	-3,0	0,9	-2,7	3,0	-0,9	-1,9	-2,5	-1,1

4. Paesi appartenenti all'area dell'euro - Debito lordo

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1990	125,7	43,8	44,8	35,5	96,0	98,0	4,7	79,1	57,9	65,3	14,5
1991	127,5	41,5	45,5	35,8	95,3	101,5	4,2	78,9	58,1	67,3	23,0
1992	129,0	44,1	48,0	39,8	92,3	108,7	5,1	79,9	58,0	60,1	41,5
1993	135,2	48,0	60,0	45,3	96,3	119,1	6,1	81,1	62,7	63,1	58,0
1994	133,2	50,2	62,6	48,5	88,2	124,9	5,7	77,9	65,4	63,8	59,6
1995	131,0	58,3	65,6	52,7	80,9	124,2	5,9	79,2	69,2	65,9	58,1
1996	126,8	60,8	70,2	55,7	71,4	124,0	6,6	77,1	69,6	64,9	57,8
1997	121,9	61,5	68,9	58,1	63,4	121,6	6,7	71,4	64,3	61,5	55,1

Fonte: Commissione europea (DGII ed Eurostat) e BCE

1) Le transazioni fra i paesi membri dell'area dell'euro non sono consolidate.

2) Per gli anni 1990-95: area dell'euro escluso il Lussemburgo.

3) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo (vedi nota 4) e il disavanzo in percentuale del PIL.

4) Variazione del debito lordo espressa in percentuale del PIL (debito (t) - debito (t-1)) / PIL (t).

Figura 7.2

Disavanzo delle Amministrazioni pubbliche ¹⁾

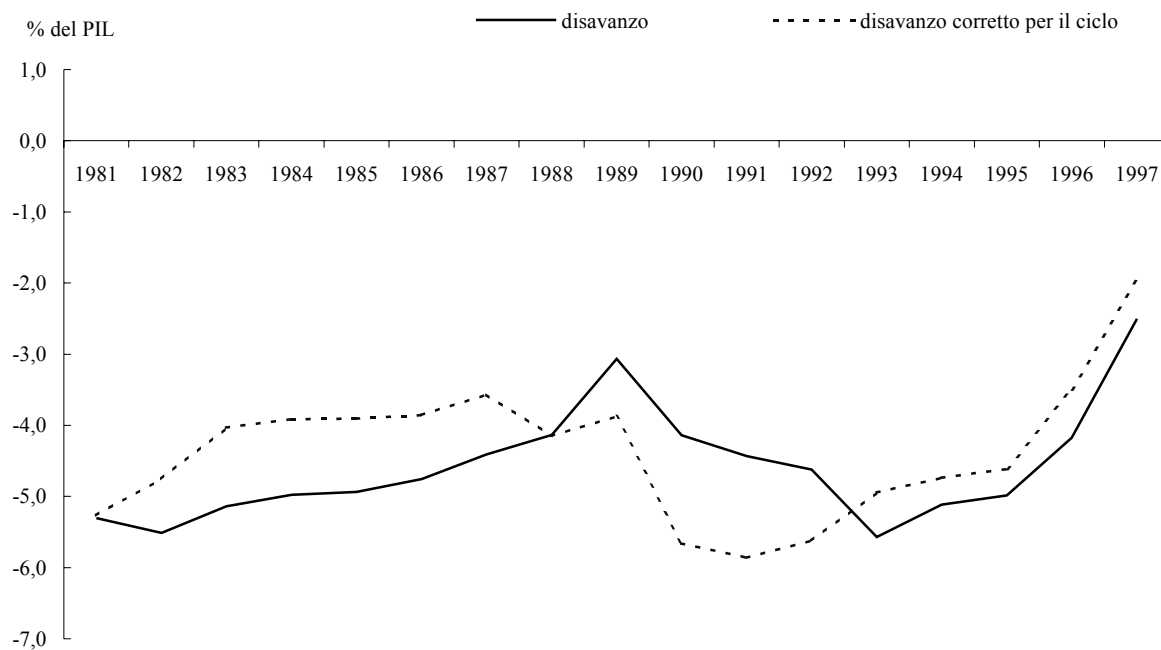
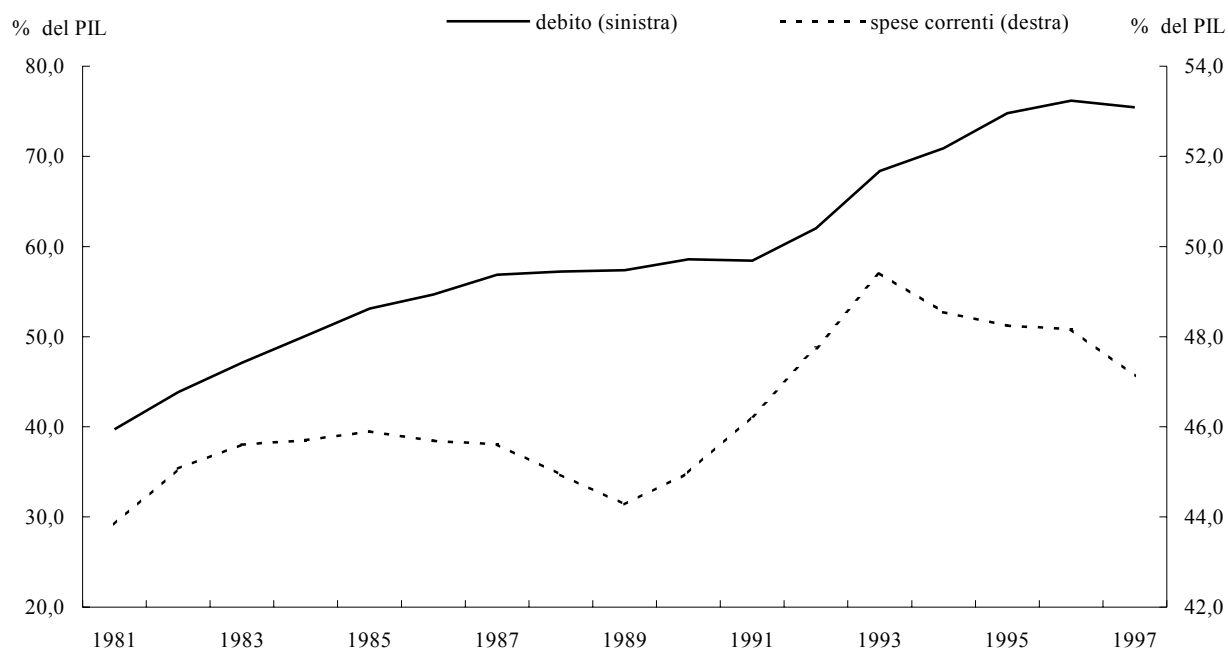


Figura 7.3

Spese correnti e debito delle Amministrazioni pubbliche ¹⁾



Fonte: Commissione europea (DGII ed Eurostat) e BCE.

1) Area dell'euro escluso il Lussemburgo.

9 Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni)

Tavola 9.1

Esportazioni

(miliardi di ecu; valore f.o.b)

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alimentari non energetiche	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	618,56	46,79	14,53	11,14	79,50	182,75	271,31	12,55
1996	663,94	48,65	13,71	12,97	85,08	194,25	293,46	15,82
1997	754,39	52,58	16,23	14,35	98,75	215,77	341,60	15,12
1996 I trim.	157,17	11,48	3,43	3,08	20,46	46,11	68,71	3,91
II trim.	164,88	11,94	3,43	3,24	21,26	47,73	73,38	3,89
III trim.	161,58	11,92	3,25	3,15	21,69	48,39	69,34	3,84
IV trim.	180,32	13,31	3,60	3,50	21,67	52,03	82,02	4,18
1997 I trim.	168,57	11,93	3,80	3,63	22,53	48,56	74,37	3,75
II trim.	189,74	13,28	4,07	3,61	25,08	53,72	86,06	3,92
III trim.	191,67	12,99	4,15	3,42	25,60	55,54	86,29	3,68
IV trim.	204,41	14,37	4,21	3,70	25,54	57,95	94,87	3,77
1998 I trim.	192,64	13,13	4,12	3,40	26,52	54,29	87,37	3,81
II trim.	202,65	13,92	3,89	3,30	26,93	55,96	94,65	4,01
III trim.	193,49	.	.	.	.	.	.	.
1997 ago.	54,85	3,94	1,28	1,09	7,89	15,63	23,90	1,10
set.	67,76	4,71	1,49	1,15	8,78	19,54	30,81	1,28
ott.	72,54	5,23	1,54	1,26	9,27	21,22	32,65	1,36
nov.	65,62	4,63	1,34	1,18	8,20	18,71	30,33	1,23
dic.	66,25	4,51	1,33	1,25	8,07	18,02	31,89	1,18
1998 gen.	57,93	4,04	1,25	1,17	8,36	16,16	25,77	1,18
feb.	63,27	4,30	1,36	1,01	8,59	17,99	28,76	1,25
mar.	71,44	4,79	1,51	1,21	9,57	20,15	32,84	1,38
apr.	67,52	4,68	1,31	1,11	9,16	18,82	30,97	1,47
mag.	65,46	4,55	1,26	1,06	8,69	18,06	30,53	1,31
giu.	69,67	4,70	1,32	1,12	9,08	19,08	33,14	1,23
lug.	72,06	4,49	1,33	1,06	9,26	20,87	33,83	1,22
ago.	55,83	3,95	1,23	0,91	7,74	15,43	25,47	1,10
set.	65,60	.	.	.	.	.	.	.
Variazione percentuale sul corrispondente periodo dell'anno precedente								
ago. 1998	1,8	0,2	-4,2	-16,5	-1,9	-1,3	6,6	-0,2
Cumulativo gen.-ago. 1998	8,5	6,0	0,4	-8,9	9,3	6,0	11,8	0,7

Fonte: Eurostat; i prodotti sono raggruppati secondo la classificazione SITC Rev. 3.

Tavola 9.2

Importazioni

(miliardi di ecu; valore c.i.f.)

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alimentari non energetiche	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	558,78	46,03	39,81	62,09	52,13	163,71	177,36	17,65
1996	590,45	46,68	36,45	73,85	53,75	166,12	191,34	22,26
1997	666,79	49,42	41,19	80,91	61,59	187,01	226,90	19,76
1996 I trim.	147,41	11,72	9,70	16,35	13,60	42,71	47,81	5,52
II trim.	146,66	11,64	9,42	17,53	13,75	40,22	48,69	5,42
III trim.	140,38	11,18	8,29	17,81	12,69	41,75	43,51	5,14
IV trim.	156,00	12,13	9,04	22,16	13,71	41,44	51,32	6,19
1997 I trim.	156,66	11,29	9,59	20,88	14,51	44,31	51,23	4,85
II trim.	166,17	12,57	11,01	18,62	15,92	46,27	56,98	4,79
III trim.	165,68	12,14	10,01	19,98	15,13	48,62	55,27	4,54
IV trim.	178,27	13,43	10,59	21,42	16,03	47,81	63,42	5,57
1998 I trim.	180,12	12,64	10,83	17,49	17,58	51,18	64,48	5,92
II trim.	178,32	12,54	11,12	15,87	17,21	50,03	65,76	5,80
III trim.	168,69	.	.	.	.	.	.	.
1997 ago.	48,65	3,64	2,85	6,78	4,35	14,20	15,60	1,23
set.	60,99	4,26	3,70	6,63	5,57	17,93	21,21	1,69
ott.	62,95	4,81	3,68	7,53	5,79	17,33	21,91	1,91
nov.	57,42	4,21	3,47	6,84	5,19	15,30	20,65	1,76
dic.	57,91	4,41	3,43	7,06	5,06	15,18	20,86	1,91
1998 gen.	57,77	4,12	3,51	6,16	5,59	16,39	20,10	1,90
feb.	58,11	3,95	3,53	5,74	5,53	16,58	20,69	2,10
mar.	64,24	4,57	3,80	5,60	6,46	18,21	23,69	1,92
apr.	59,84	4,33	3,66	5,42	5,74	16,62	22,24	1,84
mag.	56,98	4,03	3,55	5,52	5,56	15,74	20,88	1,71
giu.	61,50	4,19	3,91	4,93	5,91	17,67	22,64	2,25
lug.	58,78	4,29	3,56	4,91	5,86	17,65	20,75	1,75
ago.	49,49	3,68	2,78	4,69	4,66	14,72	17,54	1,43
set.	60,42	.	.	.	.	.	.	.
Variazione percentuale sul corrispondente periodo dell'anno precedente								
ago. 1998	1,7	1,1	-2,3	-30,8	7,0	3,6	12,4	16,2
Cumulativo								
gen.-ago. 1998	9,2	4,5	5,2	-18,7	13,3	10,1	18,5	19,3

Fonte: Eurostat; i prodotti sono raggruppati secondo la classificazione SITC Rev. 3.

Tavola 9.3

Saldi commerciali

(miliardi di ecu; esportazioni f.o.b - importazioni c.i.f.)

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alimentari non energetiche	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	59,77	0,76	-25,29	-50,96	27,37	19,04	93,95	-5,11
1996	73,49	1,97	-22,74	-60,88	31,33	28,13	102,12	-6,44
1997	87,60	3,15	-24,96	-66,56	37,16	28,76	114,70	-4,64
1996 I trim.	9,76	-0,25	-6,26	-13,27	6,86	3,40	20,89	-1,61
II trim.	18,21	0,30	-5,99	-14,29	7,51	7,50	24,69	-1,52
III trim.	21,19	0,74	-5,04	-14,66	8,99	6,63	25,83	-1,30
IV trim.	24,32	1,18	-5,45	-18,66	7,96	10,59	30,70	-2,01
1997 I trim.	11,91	0,64	-5,79	-17,26	8,02	4,25	23,14	-1,09
II trim.	23,57	0,72	-6,94	-15,01	9,16	7,45	29,07	-0,88
III trim.	25,99	0,86	-5,86	-16,57	10,47	6,92	31,03	-0,86
IV trim.	26,14	0,94	-6,37	-17,72	9,50	10,14	31,45	-1,81
1998 I trim.	12,52	0,49	-6,71	-14,10	8,94	3,11	22,89	-2,11
II trim.	24,33	1,38	-7,23	-12,58	9,72	5,93	28,89	-1,79
III trim.	24,80	.	.	.	.	.	.	.
1997 ago.	6,19	0,31	-1,56	-5,69	3,54	1,42	8,30	-0,13
set.	6,77	0,45	-2,21	-5,48	3,21	1,61	9,60	-0,41
ott.	9,59	0,43	-2,14	-6,26	3,48	3,89	10,74	-0,55
nov.	8,20	0,42	-2,13	-5,65	3,01	3,41	9,68	-0,53
dic.	8,34	0,10	-2,11	-5,81	3,02	2,83	11,03	-0,73
1998 gen.	0,16	-0,08	-2,25	-4,98	2,77	-0,24	5,67	-0,73
feb.	5,16	0,35	-2,17	-4,73	3,07	1,41	8,07	-0,84
mar.	7,20	0,22	-2,29	-4,38	3,10	1,94	9,15	-0,53
apr.	7,68	0,35	-2,35	-4,31	3,42	2,20	8,73	-0,37
mag.	8,48	0,52	-2,28	-4,46	3,13	2,32	9,66	-0,40
giu.	8,17	0,51	-2,59	-3,81	3,17	1,41	10,50	-1,02
lug.	13,28	0,20	-2,23	-3,85	3,39	3,23	13,08	-0,53
ago.	6,34	0,28	-1,55	-3,78	3,08	0,71	7,93	-0,33
set.	5,18	.	.	.	.	.	.	.
Variazione percentuale sul corrispondente periodo dell'anno precedente								
ago. 1998	0,1	0,0	0,0	1,9	-0,5	-0,7	-0,4	-0,2
Cumulativo gen.-ago. 1998	1,8	0,6	-1,3	9,0	0,7	-4,0	-0,9	-2,3

Fonte: Eurostat; i prodotti sono raggruppati secondo la classificazione SITC Rev. 3.

I 0 Tassi di cambio

Tavola 10
Tassi di cambio ¹⁾
(medie del periodo, unità di valuta nazionale per ecu (bilaterale); indice 1990=100 (effettivo))

	Tassi di cambio bilaterali dell'ecu								
	Dollaro statunitense 1	Yen giapponese 2	Franco svizzero 3	Sterlina britannica 4	Corona svedese 5	Corona danese 6	Dracma greca 7	Corona norvegese 8	Dollaro australiano 9
1994	1,190	121,3	1,621	0,776	9,16	7,54	288,0	8,37	1,625
1995	1,308	123,0	1,546	0,829	9,33	7,33	303,0	8,29	1,765
1996	1,270	138,1	1,568	0,814	8,52	7,36	305,5	8,20	1,623
1997	1,134	137,1	1,644	0,692	8,65	7,48	309,3	8,02	1,528
1997 IV trim.	1,123	140,5	1,610	0,677	8,58	7,51	310,2	8,01	1,621
1998 I trim.	1,087	139,2	1,604	0,660	8,72	7,53	319,1	8,20	1,630
II trim.	1,100	149,5	1,643	0,665	8,60	7,52	339,9	8,28	1,754
III trim.	1,118	156,3	1,642	0,676	8,95	7,50	332,7	8,54	1,867
IV trim.	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44	331,5	8,83	1,887
1997 dic.	1,112	143,9	1,599	0,669	8,66	7,53	310,9	8,06	1,677
1998 gen.	1,088	140,8	1,604	0,665	8,72	7,53	312,3	8,16	1,656
feb.	1,088	136,8	1,593	0,664	8,80	7,53	312,4	8,23	1,615
mar.	1,084	139,9	1,614	0,653	8,64	7,55	331,6	8,22	1,619
apr.	1,091	144,2	1,643	0,653	8,53	7,55	345,0	8,22	1,673
mag.	1,109	149,7	1,639	0,677	8,54	7,50	340,3	8,26	1,762
giu.	1,101	154,4	1,645	0,667	8,71	7,52	334,8	8,34	1,824
lug.	1,098	154,3	1,661	0,668	8,77	7,52	328,7	8,37	1,776
ago.	1,102	159,4	1,646	0,675	8,96	7,50	331,6	8,51	1,868
set.	1,154	155,3	1,617	0,687	9,12	7,48	337,9	8,74	1,962
ott.	1,194	144,2	1,596	0,705	9,37	7,44	336,5	8,88	1,932
nov.	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44	329,1	8,68	1,834
dic.	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45	328,8	8,91	1,893
var. % ²⁾ prec. mese	0,7%	-2,0%	-1,1%	0,1%	1,5%	0,0%	-0,1%	2,7%	3,2%
prec. anno	5,4%	-4,6%	-0,3%	4,9%	9,1%	-1,0%	5,8%	10,5%	12,9%

	Tassi di cambio bilaterali dell'ecu							Tasso di cambio effettivo dell'area dell'euro ³⁾	
	Dollaro canadese 10	Dollaro neozelandese 11	Dollaro di Hong kong 12	Won coreano 13	Dollaro di Singapore 14	Dollaro di Taiwan 15	Peso messicano 16	nominale 17	reale 18
1994	1,625	2,002	9,17	957,0	1,810	31,44	4,02	93,2	94,1
1995	1,795	1,993	10,01	999,7	1,833	34,28	8,35	97,8	98,9
1996	1,731	1,847	9,68	1.007,9	1,765	34,39	9,52	98,2	99,3
1997	1,569	1,715	8,75	1.073,2	1,678	32,50	8,95	90,4	90,8
1997 IV trim.	1,581	1,820	8,69	1.291,1	1,795	35,15	9,07	90,4	90,5
1998 I trim.	1,554	1,879	8,42	1.745,8	1,817	36,07	9,17	89,6	89,7
II trim.	1,592	2,063	8,53	1.537,0	1,810	37,09	9,55	91,4	91,3
III trim.	1,690	2,199	8,67	1.486,8	1,935	38,71	10,62	93,5	93,6
IV trim.	1,814	2,236	9,16	1.516,6	1,942	38,65	11,84	94,6	94,3
1997 dic.	1,585	1,878	8,61	1.660,6	1,837	36,14	9,04	91,0	91,2
1998 gen.	1,566	1,876	8,42	1.855,8	1,900	37,08	8,94	90,3	90,5
feb.	1,561	1,867	8,43	1.773,8	1,798	35,89	9,26	89,5	89,7
mar.	1,536	1,892	8,41	1.615,8	1,757	35,30	9,30	88,9	89,0
apr.	1,560	1,971	8,47	1.520,2	1,749	36,08	9,29	89,6	89,5
mag.	1,603	2,062	8,60	1.552,4	1,817	37,13	9,53	92,2	92,1
giu.	1,613	2,151	8,53	1.539,8	1,866	38,06	9,83	92,2	92,2
lug.	1,630	2,116	8,52	1.423,6	1,878	37,79	9,78	92,0	92,2
ago.	1,688	2,196	8,55	1.450,4	1,939	38,33	10,34	93,3	93,5
set.	1,756	2,289	8,97	1.592,4	1,994	40,10	11,83	95,2	95,1
ott.	1,842	2,284	9,31	1.615,7	1,969	39,81	12,21	95,9	95,5
nov.	1,793	2,180	9,05	1.511,9	1,913	38,09	11,65	94,1	93,8
dic.	1,807	2,241	9,11	1.426,3	1,941	38,02	11,65	94,0	93,6
var. % ²⁾ prec. mese	0,8%	2,8%	0,7%	-5,7%	1,5%	-0,2%	0,0%	-0,2%	-0,2%
prec. anno	14,0%	19,3%	5,8%	-14,1%	5,7%	5,2%	28,9%	3,3%	2,7%

Fonte: BRI.

1) Da gennaio 1999 saranno riportati i tassi di cambio dell'euro.

2) Variazione percentuale dell'ultima osservazione mensile riportata nella tavola rispetto al mese precedente e alla media dell'anno precedente, rispettivamente. Una variazione di segno positivo indica un apprezzamento dell'ecu.

3) Elaborazioni BRI basate su medie ponderate dei tassi di cambio effettivi dei paesi dell'area dell'euro rispetto ai loro principali partner commerciali le cui valute sono riportate nella tavola. I pesi sono basati sul commercio di manufatti nel 1990 e non tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I tassi reali sono calcolati utilizzando gli indici nazionali dei prezzi al consumo; laddove tali indici non sono ancora disponibili, si utilizzano delle stime.

I I Indicatori economici e finanziari sugli altri Stati membri dell'UE

Tavola I I

Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	IAPC	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL	Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL	Rendimento dei titoli pubblici a lungo termine ¹⁾ , in percentuale per anno	Tasso di cambio in unità della valuta nazionale per euro/ecu	Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL	Costo del lavoro per unità di prodotto ⁴⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ⁶⁾	Tasso di interesse a 3 mesi ⁷⁾ , in percentuale, su base annua
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Danimarca												
1995	-	-2,4	73,1	8,27	7,33	1,1	1,7	3,0	4,4	7,2	4,1	4,60
1996	2,1	-0,7	68,4	7,19	7,36	1,7	1,0	3,3	1,4	6,8	7,2	3,56
1997	1,9	0,5	64,1	6,26	7,48	0,9	2,8	3,1	4,5	5,5	5,2	3,83
1998	.	.	.	.	7,50	.	.	.	.	.	.	4,00
1997 IV trim.	1,6	.	.	5,96	7,51	-1,3	3,1	3,3	6,8	5,1	5,2	3,83
1998 I trim.	1,6	.	.	5,30	7,53	-0,7	2,2	4,0	5,6	5,0	2,9	3,75
II trim.	1,4	.	.	5,12	7,52	.	2,0	1,1	-1,1	4,6	3,5	4,00
III trim.	1,2	.	.	4,82	7,50	.	3,5	3,4	2,4	4,5	8,4	4,62
IV trim.	.	.	.	.	7,44	.	.	.	.	.	.	4,00
1998 giu.	1,2	.	.	4,99	7,52	.	.	.	5,0	4,5	3,5	4,00
lug.	1,4	.	.	4,91	7,52	.	.	.	3,1	4,6	5,3	4,06
ago.	1,1	.	.	4,81	7,50	.	.	.	4,9	4,5	6,2	4,25
set.	1,1	.	.	4,74	7,48	.	.	.	-0,8	4,3	8,4	4,62
ott.	1,1	.	.	4,67	7,44	.	.	.	1,6	4,2	4,0	4,43
nov.	1,1	.	.	4,59	7,44	.	.	.	.	.	4,1	4,12
dic.	.	.	.	.	7,45	.	.	.	.	.	.	4,00
Grecia												
1995	-	-10,6	110,1	.	303,0	-2,5	11,6	2,1	2,1	7,1	10,2	14,70
1996	7,9	-7,5	112,2	.	305,5	-3,7	10,6	2,7	0,6	7,5	9,2	12,20
1997	5,4	-4,0	109,5	9,92	309,3	.	7,1	3,5	1,0	7,9	9,7	12,50
1998	.	.	.	8,48	330,7	.	.	.	.	.	.	11,40
1997 IV trim.	4,7	.	.	10,18	310,2	.	.	.	2,8	7,9	9,7	12,50
1998 I trim.	4,2	.	.	10,45	319,1	.	.	.	2,9	8,1	4,8	10,85
II trim.	5,0	.	.	7,90	339,9	.	.	.	6,0	10,3	2,7	12,20
III trim.	4,8	.	.	7,83	332,7	.	.	.	3,1	11,7	1,1	12,25
IV trim.	.	.	.	7,76	331,5	.	.	.	.	.	.	11,40
1998 giu.	4,9	.	.	7,74	334,8	.	.	.	6,6	11,1	2,7	12,20
lug.	4,8	.	.	7,67	328,7	.	.	.	8,3	11,2	2,3	12,00
ago.	4,7	.	.	7,56	331,6	.	.	.	3,2	12,1	2,2	14,00
set.	5,0	.	.	8,25	337,9	.	.	.	-1,4	11,9	1,1	12,25
ott.	4,5	.	.	8,45	336,5	.	.	.	1,0	10,4	2,4	11,70
nov.	3,9	.	.	7,65	329,1	.	.	.	.	.	5,4	11,45
dic.	.	.	.	7,17	328,8	.	.	.	.	.	.	11,40
Svezia												
1995	-	-7,0	78,0	10,24	9,33	.	.	3,9	12,6	8,8	2,7	8,37
1996	0,8	-3,5	77,2	8,02	8,51	.	.	1,3	3,1	9,6	11,4	3,93
1997	1,8	-0,8	76,9	6,62	8,65	2,7	.	1,8	8,1	9,9	1,3	4,68
1998	.	.	.	4,99	8,92	.	.	.	.	.	.	3,42
1997 IV trim.	2,7	.	.	6,18	8,58	2,1	.	3,3	9,1	9,1	1,3	4,68
1998 I trim.	1,9	.	.	5,51	8,71	3,1	.	2,9	4,2	8,7	-0,6	4,50
II trim.	1,4	.	.	5,13	8,60	1,2	.	2,3	6,6	8,6	2,8	4,12
III trim.	0,6	.	.	4,82	8,95	2,4	.	3,5	4,5	8,1	4,8	4,12
IV trim.	.	.	.	4,50	9,38	.	.	.	.	.	.	3,42
1998 giu.	1,4	.	.	4,97	8,71	.	.	.	7,5	8,0	2,8	4,12
lug.	1,3	.	.	4,88	8,77	.	.	.	7,2	8,5	5,5	4,12
ago.	0,6	.	.	4,80	8,96	.	.	.	6,3	8,2	3,9	4,19
set.	-0,1	.	.	4,79	9,12	.	.	.	1,2	7,6	4,8	4,12
ott.	0,1	.	.	4,72	9,37	.	.	.	4,3	7,5	5,9	3,93
nov.	0,1	.	.	4,55	9,31	.	.	.	.	7,6	.	3,50
dic.	.	.	.	4,22	9,45	.	.	.	.	.	.	3,42
Regno Unito												
1995	-	-5,5	53,9	8,32	0,829	-0,5	1,7	2,8	1,7	8,7	9,9	6,56
1996	2,5	-4,7	54,7	7,94	0,814	-0,2	2,0	2,6	0,3	8,2	9,5	6,56
1997	1,8	-2,1	53,5	7,13	0,692	0,6	3,3	3,5	1,5	7,0	11,8	7,48
1998	.	.	.	5,58	0,676	.	.	.	.	.	.	6,12
1997 IV trim.	1,9	.	.	6,57	0,677	0,0	3,5	4,0	0,9	6,6	11,8	7,48
1998 I trim.	1,5	.	.	6,10	0,660	-1,6	3,1	3,7	0,3	6,4	9,7	7,47
II trim.	1,8	.	.	5,89	0,665	.	.	3,0	0,2	6,3	9,2	7,59
III trim.	1,4	.	.	5,57	0,676	.	.	2,3	.	6,2	9,1	7,27
IV trim.	.	.	.	4,75	0,702	.	.	.	.	.	.	6,12
1998 giu.	1,7	.	.	5,87	0,667	.	.	.	0,0	6,2	9,2	7,59
lug.	1,5	.	.	5,92	0,668	.	.	.	-0,6	6,3	10,2	7,65
ago.	1,3	.	.	5,63	0,675	.	.	.	.	6,2	8,8	7,50
set.	1,5	.	.	5,16	0,687	.	.	.	.	6,2	9,1	7,27
ott.	1,3	.	.	4,99	0,705	.	.	.	.	.	9,1	7,12
nov.	1,4	.	.	4,93	0,701	.	.	.	.	.	.	6,62
dic.	.	.	.	4,33	0,702	.	.	.	.	.	.	6,12

Fonte: Eurostat (colonne 1, 8, 10 (esclusa la Grecia)); Commissione europea (DGII ed Eurostat) (colonne 2 e 3); Reuters (colonna 12); dati nazionali (colonne 4, 5, 6, 7, 9, 10 (Grecia) e 11).

1) Valori medi.

2) Per ulteriori informazioni vedi tavola 10.

3) BPM4; BPM5 per la Svezia.

4) Dati riferiti all'intera economia; i dati per il Regno Unito non comprendono i contributi sociali a carico del datore di lavoro.

5) Industria manifatturiera; dati corretti per il numero di giornate lavorative.

6) M3; M4 per il regno Unito.

7) Valori di fine periodo.

I 2 Indicatori economici e finanziari sui principali paesi non-UE

Tavola 12.1

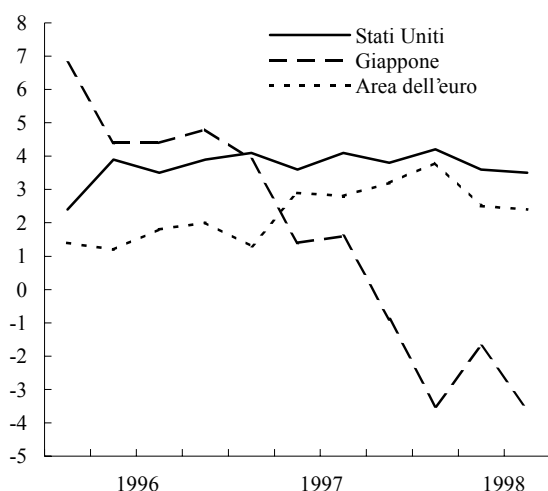
Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale ¹⁾	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro	M2 ²⁾	Tasso sui depositi interbancari lettera a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali per anno)	Rendimento sui titoli pubblici a 10 anni ³⁾ (valori percentuali per anno)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionali per euro/ecu)	disavanzo (-)/avanzo (+) fiscale in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
1995	2,8	-1,6	2,3	5,4	5,6	2,1	5,44	5,57	1,308	-2,3	60,8
1996	2,9	-2,3	3,4	4,8	5,4	4,9	5,43	6,42	1,270	-1,2	59,9
1997	2,3	0,0	3,9	6,7	4,9	5,0	5,62	5,74	1,134	0,1	57,8
1998	.	.	.	.	.	.	5,00	4,66	1,121	.	.
1997 IV trim.	1,9	0,7	3,8	7,3	4,7	5,7	5,62	5,74	1,123	.	57,8
1998 I trim.	1,5	1,1	4,2	6,0	4,7	6,5	5,59	5,67	1,087	.	57,7
II trim.	1,6	1,0	3,6	5,0	4,4	7,2	5,59	5,44	1,100	.	56,1
III trim.	1,6	1,4	3,5	3,2	4,6	7,4	5,20	4,41	1,118	.	55,2
IV trim.	.	.	.	.	.	.	5,00	4,66	1,177	.	.
1998 giu.	1,7	.	.	3,6	4,5	7,2	5,59	5,44	1,101	.	.
lug.	1,7	.	.	2,9	4,5	7,3	5,56	5,50	1,098	.	.
ago.	1,6	.	.	3,7	4,5	7,2	5,50	5,03	1,102	.	.
set.	1,5	.	.	2,9	4,6	7,9	5,20	4,41	1,154	.	.
ott.	1,5	.	.	2,9	4,5	8,5	5,12	4,61	1,194	.	.
nov.	1,5	.	.	2,0	.	8,8	5,12	4,80	1,164	.	.
dic.	.	.	.	.	.	.	5,00	4,66	1,172	.	.
Giappone											
1995	-0,1	-2,5	1,5	3,4	3,1	3,0	0,50	3,05	123,0	-3,6	.
1996	0,1	-1,7	5,1	2,3	3,4	3,3	0,31	2,61	138,1	-4,3	.
1997	1,7	-1,8	1,4	3,6	3,4	3,1	0,36	1,90	137,1	-3,3	.
1998	.	.	.	.	.	.	0,18	2,46	146,4	.	.
1997 IV trim.	2,1	1,8	-0,9	-0,7	3,4	3,3	0,36	1,90	140,5	.	.
1998 I trim.	2,0	3,7	-3,5	-4,0	3,7	4,7	0,50	1,82	139,2	.	.
II trim.	0,3	7,1	-1,7	-8,5	4,2	3,7	0,43	1,60	149,5	.	.
III trim.	-0,2	.	-3,6	-8,6	4,3	3,7	0,12	0,79	156,3	.	.
IV trim.	.	.	.	.	.	.	0,18	2,46	140,6	.	.
1998 giu.	0,1	5,4	.	-7,6	4,2	3,4	0,43	1,60	154,4	.	.
lug.	-0,1	8,5	.	-9,2	4,2	3,5	0,34	1,54	154,3	.	.
ago.	-0,3	8,3	.	-9,1	4,3	3,8	0,37	1,33	159,4	.	.
set.	-0,2	.	.	-7,6	4,3	3,8	0,12	0,79	155,3	.	.
ott.	0,2	.	.	-7,9	.	3,9	0,68	0,85	144,2	.	.
nov.	0,8	.	.	-5,5	.	4,4	0,68	1,09	140,1	.	.
dic.	.	.	.	.	.	.	0,18	2,46	137,4	.	.

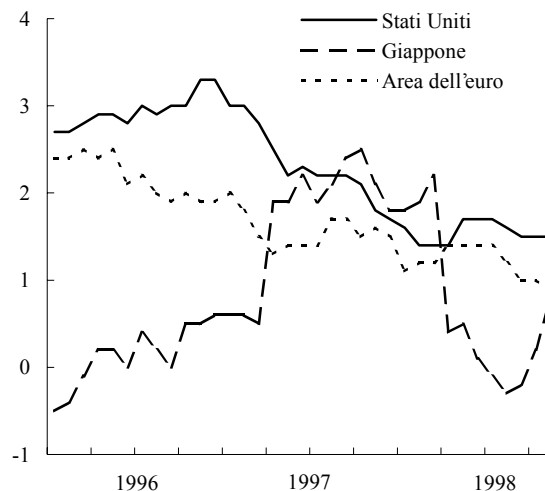
PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 6, 9 e 11); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 e grafico (area dell'euro)), Reuters (colonne 7 e 8); Commissione europea DGII (colonna 10).

1) Industria manifatturiera.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. tavola 10.

2) Valori medi; per il Giappone: M2 + CD.

5) Debito lordo consolidato per le Amministrazioni pubbliche

3) Consistenze di fine periodo.

(consistenze di fine periodo).

Tavola 12.2

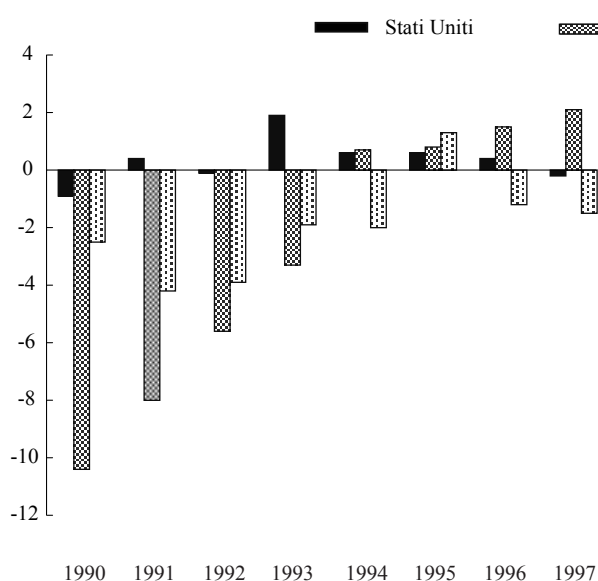
Risparmio, investimenti e saldi finanziari

(in percentuale del PIL)

	Risparmio e investimenti nazionali			Società non finanziarie						Famiglie ¹⁾			
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spese in conto capitale	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
1994	15,5	17,5	-1,7	7,4	6,7	4,1	7,9	3,5	1,4	12,4	7,6	13,7	4,5
1995	16,3	17,4	-1,4	7,8	7,2	6,0	8,3	5,4	2,5	12,2	6,7	13,4	4,9
1996	16,6	17,8	-1,6	7,8	7,5	5,2	8,2	4,8	1,4	12,4	5,7	13,3	5,1
1997	17,3	18,4	-1,7	8,4	7,6	4,2	8,2	4,4	1,9	12,3	4,8	12,7	4,9
1997 I trim.	17,0	18,1	-1,6	8,2	7,4	6,1	8,1	5,9	1,5	12,4	3,0	12,7	4,5
II trim.	17,6	18,5	-1,5	8,8	7,5	2,4	8,3	2,9	1,4	12,2	5,7	13,2	4,7
III trim.	17,5	18,4	-1,7	8,3	7,7	4,8	8,4	5,2	2,0	12,3	5,7	12,8	5,4
IV trim.	17,3	18,5	-2,0	8,4	7,7	3,7	8,1	3,6	2,5	12,3	4,8	12,1	4,9
1998 I trim.	17,7	19,1	-2,1	8,9	7,9	5,9	8,2	7,2	2,3	12,5	4,3	11,5	5,6
II trim.	17,2	18,7	-2,5	8,4	8,0	4,4	8,1	5,1	2,7	12,8	6,5	11,5	5,6
III trim.	17,2	18,8	-2,7	8,6	7,9	4,1	8,1	4,8	2,1	12,8	3,8	11,0	5,5
Giappone													
1994	31,3	28,7	2,7	12,8	14,5	1,6	12,3	1,0	0,8	7,2	10,3	12,6	1,5
1995	30,8	28,6	2,1	14,9	14,9	3,1	13,5	2,3	0,5	5,3	10,3	13,1	1,9
1996	31,5	30,0	1,4	14,6	15,3	1,7	15,2	0,3	1,0	6,7	6,4	12,7	1,1
1997	30,9	28,7	2,2	15,5	16,1	3,3	15,2	1,2	0,1	5,6	7,1	12,3	0,7
1997 I trim.	33,4	29,4	1,5	.	.	0,6	.	-8,1	-1,0	.	-3,3	.	-0,9
II trim.	31,2	26,6	2,3	.	.	2,6	.	-1,9	1,4	.	10,7	.	0,7
III trim.	30,2	30,0	2,2	.	.	3,0	.	3,1	0,4	.	-0,3	.	1,5
IV trim.	29,0	29,3	2,6	.	.	6,6	.	10,7	-0,3	.	19,8	.	1,5
1998 I trim.	33,2	27,9	2,4	.	.	0,6	.	-15,3	-2,6	.	-5,4	.	-2,3
II trim.	.	24,1	.	.	.	-0,6	.	1,3	2,2	.	12,2	.	0,0
III trim.	.	26,7	.	.	.	3,7	.	-2,2	0,5	.	-2,6	.	0,5

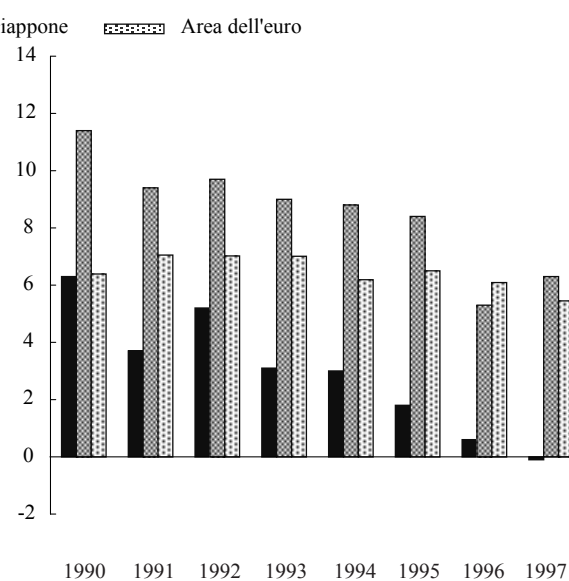
Saldo finanziario delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)



Saldo finanziario delle famiglie ¹⁾

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve, Banca del Giappone ed Economic Planning Agency.

1) Le famiglie includono le istituzioni non a fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie. Per il Giappone, il risparmio delle istituzioni non a fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie è compreso nel risparmio delle società non finanziarie.



Note generali

Il quadro di riferimento per le statistiche compilate e pubblicate dalla Banca centrale europea (BCE) era stato stabilito nel documento intitolato "Requisiti statistici per la terza fase dell'Unione monetaria (Pacchetto di attuazione)", reso disponibile nel luglio 1996 dall'Istituto monetario europeo (IME) e dalle banche centrali nazionali (BCN) alle associazioni bancarie e ad altre istituzioni coinvolte nei preparativi per la terza fase nel campo delle statistiche. Il Pacchetto di attuazione interessa le statistiche monetarie e bancarie, quelle relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione netta sull'estero, quelle sui conti finanziari, gli indicatori dei prezzi e dei costi, nonché altre statistiche economiche.¹⁾

Tali statistiche si riferiscono all'area dell'euro considerata nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, saranno pubblicate sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>). Dati più aggiornati o più ampi, man mano che saranno disponibili, verranno pubblicati nel Bollettino mensile della BCE.

L'unità di conto è l'euro. Fino a dicembre 1998, le serie sono state convertite in ecu. Poiché la composizione dell'ecu include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi espressi in ecu sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato di tali monete. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle tavole 1 e 2 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio irrevocabilmente fissi annunciati il 31 dicembre 1998. Nelle restanti tavole, la conversione è stata effettuata ai tassi di mercato correnti. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano sui dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

Le statistiche riportate nella presente edizione sono aggiornate al 7 gennaio 1999.

Statistiche di politica monetaria

Le tavole dalla 1.1 alla 1.4 mostrano la situazione finanziaria consolidata settimanale dell'Eurosistema, i dati sul-

1) Le statistiche monetarie e bancarie rientrano nell'ambito di responsabilità della BCE a livello europeo; la responsabilità per le statistiche relative alla bilancia dei pagamenti, alla posizione patrimoniale sull'estero e ai conti finanziari è condivisa dalla BCE e dalla Commissione europea (Eurostat); le statistiche relative ai prezzi e ai costi e le altre statistiche economiche rientrano tra la responsabilità della Commissione europea (Eurostat).

le operazioni dell'Eurosistema e le statistiche relative alla riserva obbligatoria (non disponibili per questo primo numero del Bollettino). Le statistiche monetarie delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), compreso l'Eurosistema, sono mostrate nelle tavole da 2.1 a 2.3. La tavola 2.4 riporta gli aggregati monetari derivanti dal bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Dati trimestrali più completi relativi al bilancio e alle statistiche monetarie delle IFM dovrebbero essere pubblicati nell'edizione di marzo. Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE. I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione "Money and Banking Statistics Sector Manual - Guidance for the statistical classification of customers" (IME, aprile 1998). Il documento "Money and Banking Statistics Compilation Guide" (IME, aprile 1998) spiega alcune procedure che si raccomanda alle BCN di seguire. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche saranno raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle Istituzioni finanziarie monetarie (BCE/1998/16).

Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (cfr. tavole dalla 2.5 alla 2.7) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica. Per dettagli concernenti le statistiche sui tassi di interesse bancari al dettaglio (cfr. tavola 28), cfr. la nota a piè della relativa pagina.

Statistiche relative alle emissioni e rimborsi sui mercati obbligazionari sono in preparazione, e si prevede che saranno disponibili nella primavera 1999.

Prezzi e indicatori congiunturali

I dati presentati nel Bollettino mensile della BCE sono prodotti, tranne qualche eccezione, dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. Nella maggior parte dei casi, i dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Tuttavia, la disponibilità di dati comparabili differisce tra i vari tipi di statistiche ed è, in genere, migliore per i dati che si riferiscono a periodi più recenti che per quelli più lontani nel tempo. I dati destagionalizzati sono prodotti da Eurostat o da fonti nazionali.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (cfr. tavola 4.1) è disponibile a partire dal 1995. E' basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la

stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. L'attuazione del Regolamento del Consiglio della UE del 1998 sulle statistiche a breve termine amplierà la gamma dei dati disponibili sull'area dell'euro, che comprenderà dati tempestivi e comparabili sul volume degli scambi al dettaglio, per i quali al momento si utilizza una stima basata sui dati nazionali (cfr. tavola 5.1).

Riguardo alle statistiche sulla contabilità nazionale, nel 1999, con l'attuazione del Sistema europeo di contabilità nazionale e regionale (SEC 95), si potranno ottenere dati pienamente confrontabili, compresi i conti sintetici trimestrali, per l'area dell'euro. I dati utilizzati nel presente Bollettino (cfr. tavole 4.2 e 5.1) sono quelli già pubblicati dall'Eurostat.

I tassi di disoccupazione sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). I dati sull'occupazione derivano dalle fonti nazionali più recenti, che utilizzano definizioni di occupazione simili ma non del tutto confrontabili (cfr. tavola 5.2).

I dati relativi ai sondaggi di opinione (cfr. figura 5.3) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea tra le aziende e i consumatori.

Conti finanziari

Il Pacchetto di attuazione prevedeva la necessità di rendere disponibili informazioni dettagliate sulle transazioni finanziarie e sui bilanci per l'area dell'euro, come supporto per l'analisi monetaria e la ricerca finalizzata alla politica economica. L'intento è quello di fornire un quadro abbastanza esauriente, anche se non completo, dell'area dell'euro sulla base di statistiche monetarie e bancarie, statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e al mercato dei capitali, nonché dei dati del SEC 95. Nella tavola 6 sono riportati gli aggregati relativi all'area dell'euro basati sui conti della formazione del capitale e i conti finanziari nazionali. Si prevede che una serie di statistiche più dettagliate e ulteriormente armonizzate sui conti finanziari per l'area dell'euro venga pubblicata nel Bollettino mensile della BCE nel corso del 1999.

Posizioni di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

La tavola 7 mostra la posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro in percentuale del PIL, sulla base dei dati resi noti dagli Stati membri nell'ambito della Procedura sui disavanzi eccessivi stabilita

dal Trattato di Maastricht. Inoltre, i dati relativi al disavanzo e al debito pubblico sono indicati per ciascuno dei paesi dell'area dell'euro, considerata la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e di crescita. I dati relativi all'area dell'euro che riguardano le entrate, la spesa pubblica e il disavanzo corretto per la posizione ciclica sono compilati sulla base di dati nazionali tratti dall'archivio statistico AMECO della Commissione europea (DG II). La loro aggregazione è stata effettuata dalla BCE. Si noti che mentre i dati sui disavanzi/avanzi sono armonizzati, quelli sulle entrate e le spese non lo sono. I dati sulla composizione del debito sono compilati utilizzando dati forniti dalle BCN.

Bilancia dei pagamenti, commercio estero e tassi di cambio

I dati relativi alla bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro saranno pubblicati per la prima volta nell'edizione di aprile, quelli relativi alla posizione netta sull'estero in autunno. I concetti e le definizioni utilizzati nelle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione netta sull'estero sono conformi alla 5ª edizione del Manuale dell'FMI sulla Bilancia dei Pagamenti (ottobre 1993) e alla documentazione generale resa disponibile nell'Indirizzo della BCE del 1 dicembre 1998 sugli obblighi di informazione statistica della Banca centrale europea in materia di bilancia dei pagamenti e di posizione netta sull'estero (BCE/1998/17). Per il momento, la tavola 9 presenta solamente i dati sull'interscambio commerciale dell'area dell'euro.

A partire dal gennaio 1999 i dati sui tassi di cambio (cfr. tavola 10) saranno prodotti sulla base dei tassi di riferimento giornalieri pubblicati dalla BCE.

Altre Statistiche

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. tavola 11) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. tavola/figura 12) sono ottenuti da fonti nazionali.

Segni convenzionali nelle tavole

“-”	non applicabile
“.”	non disponibile
“...”	zero o valore trascurabile
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati

Siglario

Paesi

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

Altre

ACEA/A.A.A.	European Automobile Manufacturers Association
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
MBP4	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (4 ^a edizione)
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5 ^a edizione)
CD	Certificati di deposito
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
IPC	Indice dei prezzi al consumo
BCE	Banca centrale europea
ecu	Unità monetaria europea
ESA 95	Sistema europeo dei conti nazionali e regionali 1995
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
UE	Unione europea
EUR	euro
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
PIL	Prodotto interno lordo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
FMI	Fondo monetario internazionale
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
p.c.t.	Operazioni pronti contro termine
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification

Secondo la consuetudine della Comunità, i paesi UE sono elencati in questo rapporto utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.



Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema

Le misure di politica monetaria di seguito elencate si riferiscono alle decisioni del Consiglio direttivo della BCE adottate nel periodo che termina il 1° gennaio 1999 e riguardanti la preparazione dell'assetto operativo per la politica monetaria dell'Eurosistema (comprensente la BCE e le banche centrali nazionali degli 11 Stati membri che hanno introdotto l'euro sin dall'inizio della Terza fase).

1° giugno 1998

Istituzione della Banca centrale europea (BCE) e del Sistema europeo di banche centrali (SEBC).

7 luglio 1998

Il Consiglio direttivo della BCE adotta una Raccomandazione per un Regolamento del Consiglio (CE) riguardante l'applicazione da parte della Banca centrale europea di una riserva obbligatoria nella Terza fase dell'Unione economica e monetaria. Le principali disposizioni della Raccomandazione definiscono l'aggregato soggetto, in riferimento al quale la BCE potrà richiedere agli istituti di credito di detenere riserve su conti costituiti presso le banche centrali nazionali. In aggiunta, esse conferiscono alla BCE determinati poteri regolamentari e specificano le sanzioni da imporre in caso di non adempimento. La Raccomandazione della BCE è stata pubblicata nella Gazzetta ufficiale delle Comunità europee n. C 246 del 6 agosto 1998, pagina 6 e segg.

Il Consiglio direttivo concorda inoltre sulle modalità principali del sistema di riserva obbligatoria che verrà applicato dall'inizio della Terza fase: la riserva obbligatoria viene calcolata applicando all'ammontare delle passività soggette a riserva (dopo aver dedotto una franchigia) un'aliquota compresa fra l'1,5 e il 2,5 per cento; le passività interbancarie e le passività nei confronti dell'Eurosistema non saranno sottoposte a obblighi di riserva; la riserva obbligatoria è remunerata al valore medio, nel periodo di mantenimento, dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema (ponderati in base al numero di giorni di calendario).

1° settembre 1998

La BCE e le banche centrali nazionali dei paesi membri al di fuori dell'area dell'euro (Danimarca, Grecia, Regno Unito e Svezia) concordano di stabilire le procedure operative per un meccanismo di cambio nella Terza fase dell'Unione economica e monetaria ("Accordo sullo SME II"). L'Accordo sullo SME II specifica le procedure di intervento sulla base della Risoluzione del Consiglio della UE del 16 giugno 1998 che istituisce un meccanismo di cambio a partire dal 1° gennaio 1999. L'Accordo sullo SME II è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale delle Comunità europee n. C 345 del 13 novembre 1998, pagina 6.

11 settembre 1998

Il Consiglio direttivo della BCE approva il Rapporto intitolato "La politica monetaria unica nella Terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC". Il rapporto contiene una descrizione dettagliata degli strumenti di politica monetaria e delle procedure che saranno utilizzate dall'Eurosistema nella Terza fase dell'Unione economica e monetaria. Il rapporto è stato pubblicato il 18 settembre 1998.

26 settembre 1998

I ministri degli Stati membri dell'area dell'euro, la BCE e i ministri e i governatori di Danimarca e Grecia, in una procedura comune che ha coinvolto la Commissione europea e dopo aver sentito il Comitato monetario, hanno accolto favorevolmente la decisione dei governi della Danimarca e della Grecia di estendere la loro partecipazione al meccanismo di cambio dallo SME I allo SME II, legando le rispettive valute all'euro. Hanno concordato che la corona danese parteciperà allo SME II con una banda di

oscillazione del +/- 2,25 per cento intorno al tasso centrale con l'euro e che la dracma greca parteciperà allo SME II con la normale banda di oscillazione del +/- 15 per cento. Questi accordi sono divenuti operativi con l'apertura dei mercati dei cambi il 4 gennaio 1999 (vedi anche l'"Accordo sullo SME II" del 1° settembre 1998).

13 ottobre 1998

Il Consiglio direttivo della BCE annuncia i principali elementi della strategia di politica monetaria, orientata alla stabilità, che l'Eurosistema seguirà nella Terza fase dell'Unione economica e monetaria: l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi viene definito come un aumento nei 12 mesi inferiore al 2 per cento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nell'area dell'euro, da mantenere nel medio periodo; un ruolo di primo piano viene assegnato alla moneta, con l'annuncio di un valore di riferimento quantitativo per la crescita di un aggregato monetario ampio; in parallelo, nella strategia di politica monetaria svolgerà un ruolo cruciale una valutazione di ampio respiro delle prospettive per l'andamento dei prezzi.

Dando seguito alle decisioni del 7 luglio 1998, il Consiglio direttivo annuncia l'applicazione di un'aliquota di riserva obbligatoria del 2 per cento. Le passività soggette a riserva comprendono: i depositi in conto corrente; i depositi a tempo con scadenza originaria fino a due anni; i depositi rimborsabili su preavviso fino a due anni; le obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni; i titoli di mercato monetario. L'aliquota di riserva è pari allo 0 per cento per le operazioni pronti contro termine, per i depositi con scadenza originaria oltre due anni e per i titoli di debito con scadenza originaria superiore a due anni. Viene riconosciuta una franchigia di 100.000 euro da applicare alla riserva obbligatoria di ogni istituzione. Qualora un istituto di credito non sia in grado di documentare l'entità delle proprie passività interbancarie sotto forma di obbligazioni fino a due anni e di strumenti di raccolta a breve termine, gli verrà concesso di dedurre un ammontare forfettario pari al 10 per cento di tali passività dal totale delle passività soggette a riserva.

3 novembre 1998

Il Consiglio direttivo della BCE adotta due Indirizzi: il primo specifica i principi generali che le banche centrali nazionali dovranno seguire nell'effettuare le operazioni in attività e passività sull'interno che non rientrano nell'ambito della politica monetaria unica; il secondo stabilisce la soglia al di sopra della quale le banche centrali nazionali devono ottenere l'approvazione della BCE per effettuare operazioni con le loro attività di riserva residue, incluso l'oro. In aggiunta, il Consiglio direttivo adotta un Indirizzo secondo il quale gli Stati membri partecipanti devono informare anticipatamente la BCE di qualsiasi transazione effettuata utilizzando i propri saldi operativi in valuta che ecceda un determinato ammontare. Questi atti giuridici si fondano su norme dello Statuto del SEBC e sono volti ad assicurare la unicità della politica monetaria nonché la coerenza di tali transazioni con la politica monetaria e del cambio della Comunità.

1° dicembre 1998

Il Consiglio direttivo della BCE giunge a un accordo sulle rimanenti questioni concernenti la strategia della politica monetaria dell'Eurosistema. Il primo valore di riferimento per la crescita monetaria è fissato al 4½ per cento e si riferisce all'aggregato monetario ampio M3. Il calcolo del valore di riferimento è basato sui contributi alla crescita monetaria risultanti da ipotesi sull'andamento dei prezzi (incrementi dello IAPC sui 12 mesi inferiori al 2 per cento) e sulle tendenze di medio periodo alla crescita del PIL reale (pari al 2-2,5 per cento annuo) e alla diminuzione della velocità di circolazione di M3 (approssimativamente compresa fra lo 0,5 e l'1 per cento annuo). Gli andamenti monetari verranno esaminati, a fronte di questo valore di riferimento, sulla base di medie mobili trimestrali dei tassi di crescita su dodici mesi di M3. Nel dicembre 1999 il Consiglio direttivo rivedrà il valore di riferimento per la crescita monetaria (vedi anche l'annuncio del Consiglio direttivo del 13 ottobre 1998).

Dando seguito alle decisioni del 7 luglio e del 13 ottobre, il Consiglio direttivo approva un Regolamento sull'applicazione della riserva obbligatoria. Questo Regolamento della BCE fa seguito al Regolamento del Consiglio (CE) n. 2531/98 del 23 novembre 1998 concernente l'applicazione della riserva obbligatoria da parte della Banca Centrale Europea e stabilisce i requisiti di riserva obbligatoria per le istituzioni creditizie nell'area dell'euro in funzione degli obiettivi di politica monetaria. Il Regolamento della BCE è entrato in vigore il 1° gennaio 1999 ed è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale delle Comunità europee n. L 356 del 30 dicembre 1998, pag. 1.

22 dicembre 1998

Il Consiglio direttivo della BCE decide che la prima operazione di rifinanziamento principale verrà condotta tramite un'asta a tasso fisso, effettuata a un tasso di interesse del 3 per cento. Questa operazione verrà annunciata il 4 gennaio 1999, mentre la decisione relativa all'aggiudicazione sarà resa pubblica il 5 gennaio 1999 e il regolamento avverrà il 7 gennaio 1999. In aggiunta, la prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine sarà annunciata il 12 gennaio 1999 (con regolamento il 14 gennaio 1999) e sarà condotta tramite un'asta a tasso variabile, utilizzando la procedura d'asta a tasso unico.

Il Consiglio direttivo decide inoltre che all'inizio della Terza fase - il 1° gennaio 1999 - il tasso di interesse per le operazioni di rifinanziamento marginale sarà fissato al livello del 4,5 per cento e il tasso di interesse sui depositi presso le banche centrali al livello del 2 per cento. Come misura transitoria, tra il 4 e il 21 gennaio 1999 il tasso di interesse per le operazioni di rifinanziamento marginale sarà fissato al livello del 3,25 per cento e il tasso di interesse per i depositi presso le banche centrali al livello del 2,75 per cento. Il Consiglio direttivo intende porre fine a questa disposizione transitoria in occasione della riunione del 21 gennaio 1999.

31 dicembre 1998

Ai sensi dell'Articolo 109 L (4) del Trattato che istituisce la Comunità europea, vengono adottati dal Consiglio della UE, su proposta della Commissione delle Comunità europee e dopo aver consultato la BCE, i rapporti irrevocabili di conversione dell'euro con effetto dalle ore 0,00 del 1° gennaio 1999 (ora locale).

I ministri degli Stati membri dell'area dell'euro, la BCE e i ministri e i governatori delle banche centrali di Danimarca e Grecia decidono, mediante una procedura comune che coinvolge la Commissione europea e dopo aver consultato il Comitato monetario, di fissare i tassi centrali nei confronti dell'euro per le monete che partecipano all'accordo di cambio che entra in vigore il 1° gennaio 1999. Facendo seguito a questa decisione sui tassi centrali dell'euro, la BCE, la Danmarks Nationalbank e la Banca di Grecia fissano congiuntamente i punti di intervento obbligatori per la corona danese e la dracma greca. Per la corona danese verrà osservata una banda del +/- 2,25 per cento intorno al tasso centrale dell'euro. Per la dracma greca si applicherà la normale banda di oscillazione del +/- 15 per cento intorno al tasso centrale dell'euro (vedi anche l'"Accordo SME II" del 1° settembre 1998 e l'accordo del 26 settembre 1998).

7 gennaio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le due operazioni di rifinanziamento principali che verranno annunciate, rispettivamente, l'11 e il 18 gennaio 1999 saranno applicate le stesse condizioni praticate nella prima operazione di questo tipo; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso ad un tasso di interesse del 3 per cento. Il Consiglio direttivo conferma la sua intenzione di mantenere invariato il tasso di rifinanziamento nel futuro prevedibile.

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)

Scopo di questo elenco è informare i lettori su una selezione di documenti pubblicati dalla Banca centrale europea. Le pubblicazioni sono a disposizione delle parti interessate presso la Divisione Stampa, senza oneri aggiuntivi. Si prega di inviare le richieste per iscritto all'indirizzo postale indicato sul retro della copertina.

Per un elenco completo dei documenti pubblicati dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Web (<http://www.ecb.int>).

Bollettino mensile

Articoli pubblicati a partire da gennaio 1999:

“L'area dell'euro all'inizio della terza fase”, gennaio 1999.

“La strategia della politica monetaria dell'Eurosistema orientata alla stabilità”, gennaio 1999.

Politica monetaria

“The single monetary policy in Stage Three: General documentation on ESCB monetary policy instruments and procedures”, settembre 1998.

“Report on electronic money”, agosto 1998.

Payment systems

TARGET brochure, luglio 1998.

“The TARGET service level”, luglio 1998.

“Assessment of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations”, settembre 1998.