



BANCA CENTRALE EUROPEA

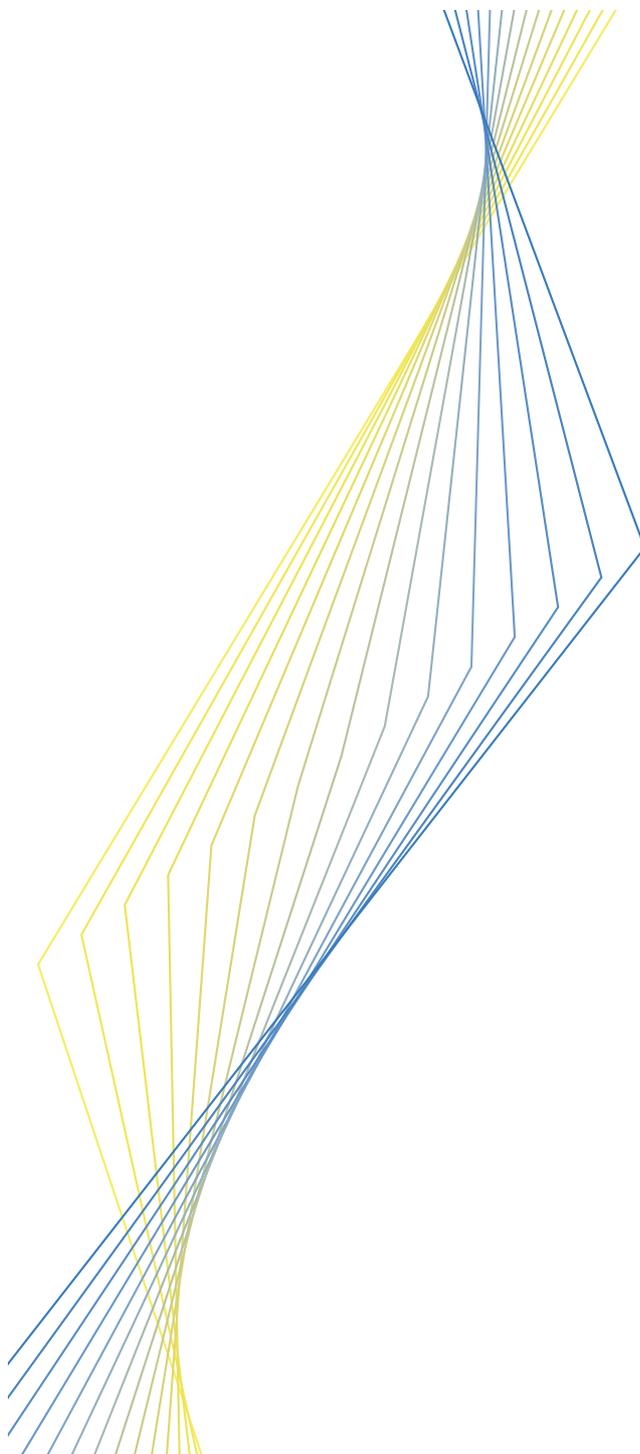
ECB EZB EKT BCE EKP

**BOLLETTINO
MENSILE**

Maggio 1999



BANCA CENTRALE EUROPEA



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

Maggio 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 1344 0
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.

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 6 maggio 1999.

ISSN 1561-0276

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

Indice

Editoriale	5
Evoluzione economica nell'area dell'euro	9
L'assetto operativo dell'Eurosistema: descrizione e prime valutazioni	31
L'attuazione del Patto di stabilità e crescita	47
Statistiche dell'area dell'euro	1*
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	43*
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)	45*

Siglarlo

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

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

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

Nelle riunioni tenute il 22 aprile e il 6 maggio 1999 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse della Banca centrale. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato mantenuto al 2,5 per cento; al contempo, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi overnight presso la banca centrale sono rimasti al 3,5 e all'1,5 per cento rispettivamente. Mentre la domanda aggregata e l'attività economica nell'area dell'euro continuano a ristagnare, l'andamento dell'inflazione e le tendenze degli aggregati monetari rimangono, nel complesso, compatibili con le prospettive di stabilità dei prezzi nel medio termine. La più recente valutazione degli ultimi andamenti monetari, finanziari ed economici, esaminati più avanti in maggior dettaglio e analizzati nelle varie sezioni di questa edizione del Bollettino mensile, suggerisce chiaramente che la fiducia degli operatori nelle prospettive di stabilità dei prezzi a medio termine è rimasta elevata dopo la decisione, adottata l'8 aprile 1999, di abbassare i tassi di interesse della BCE.

Iniziando l'analisi dal primo pilastro della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, la media mobile a tre mesi della crescita di M3 per il periodo gennaio-marzo 1999 si è collocata al 5,2 per cento, un livello leggermente superiore al valore (aggiornato) del 5,0 per cento per il periodo di tre mesi terminante a febbraio 1999. I tassi di crescita sui dodici mesi di M3 per gennaio e febbraio 1999 sono stati recentemente rivisti al ribasso, al 5,4 e al 5,1 per cento rispettivamente. In marzo il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è rimasto invariato, al 5,1 per cento. Mentre il tasso di espansione dei depositi in conto corrente è ulteriormente diminuito, segnalando l'attenuarsi delle incertezze collegate all'introduzione dell'euro, nel marzo 1999 i depositi con durata prestabilita fino a due anni sono aumentati a un ritmo più sostenuto rispetto al mese precedente. Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito totale è risultato sostanzialmente stabile, collocandosi al 7,5 per cento nel marzo 1999. Considerando le particolari circostanze connesse con la transizione alla Terza fase dell'UEM e il fatto che la media mobile a tre mesi della crescita di M3 è rimasta ancora suffi-

cientemente vicina al valore di riferimento del 4½ per cento, il Consiglio direttivo ha confermato la valutazione formulata nelle precedenti riunioni, secondo la quale le attuali tendenze degli aggregati monetari non dovrebbero essere considerate come un segnale di allarme indicante future pressioni inflazionistiche.

Passando alla valutazione di ampio respiro delle prospettive per la stabilità dei prezzi, che rappresenta il secondo pilastro della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, l'informazione fornita dagli indicatori finanziari e dagli altri indicatori economici conforta l'opinione di una perdurante stabilità dei prezzi nel medio periodo. All'approssimarsi della riunione del Consiglio direttivo dell'8 aprile 1999 i mercati finanziari si attendevano un taglio dei tassi di interesse della BCE. Il fatto che la riduzione dei tassi sia risultata più ampia di quanto previsto dagli operatori può aver contribuito a una nuova lieve flessione dei tassi a lungo termine. Agli inizi di maggio, tuttavia, questi ultimi sono parzialmente risaliti in seguito a un certo movimento al rialzo dei rendimenti negli Stati Uniti. Nondimeno, il differenziale fra i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro e quelli statunitensi si è ulteriormente ampliato, indicando che fattori diversi avevano influito sui due mercati.

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, indebolitosi in aprile, aveva recuperato terreno alla data del 6 maggio 1999, cui si riferisce l'ultimo aggiornamento delle statistiche contenute in questa edizione del Bollettino mensile, attestandosi su un livello di circa il 6 per cento inferiore a quello registrato agli inizi dell'anno. Nel corso del mese di aprile e agli inizi del maggio 1999 il conflitto militare in Kosovo ha accentuato la variabilità del tasso di cambio dell'euro. La BCE segue con particolare attenzione gli andamenti del tasso di cambio nel quadro della valutazione di ampio respiro delle prospettive di stabilità dei prezzi. In tale contesto, va notato che i recenti andamenti del tasso di cambio non hanno finora segnalato alcun rischio per la stabilità dei prezzi. Inoltre, la stabilità dei prezzi interni dovrebbe servire da ancora per l'evoluzione del valore esterno dell'euro nel medio termine.

Conformemente alle attese, nel marzo 1999 i prezzi al consumo nell'area dell'euro hanno subito l'influsso del recente rialzo dei prezzi petroliferi: l'inflazione al consumo, misurata dalle variazioni dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è aumentata di 0,2 punti percentuali, portandosi all'1,0 per cento. Tale aumento è principalmente dovuto alla crescita dell'indice dei prezzi dei prodotti energetici. Escludendo le componenti più variabili dello IAPC, rappresentate dai prodotti alimentari non trasformati e dall'energia, in marzo il tasso di incremento dei prezzi al consumo è rimasto stabile all'1,1 per cento, livello invariato rispetto al mese di febbraio e solo lievemente inferiore a quello registrato al volgere dell'anno. È probabile che nei prossimi mesi si verifichi un'ulteriore leggera accelerazione dello IAPC, per effetto degli aumenti dei prezzi energetici. Tuttavia, secondo le previsioni e le indagini attualmente disponibili, le recenti variazioni dei corsi petroliferi non dovrebbero avere un impatto durevole sulle favorevoli prospettive per la stabilità dei prezzi.

Per quanto concerne le dinamiche salariali, un nuovo indicatore dei costi orari del lavoro recentemente pubblicato da Eurostat conferma che la moderazione dei salari è proseguita fino alla fine del 1998. Tuttavia, alla luce dei recenti accordi salariali, ci si potrebbe attendere un certo incremento nel tasso di crescita dei costi del lavoro per unità di prodotto nel corso del 1999.

Riguardo all'attività economica nell'area dell'euro, i dati disponibili per i primi due mesi del 1999 non segnalano finora alcuna ripresa della crescita. I dati relativi alla produzione industriale nel febbraio 1999 indicano che il rallentamento della produzione registrato nell'ultimo trimestre del 1998 è proseguito agli inizi del 1999. Gli indicatori del mercato del lavoro hanno recentemente evidenziato una certa attenuazione della crescita dell'occupazione verso la fine del 1998. Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato nel marzo 1999, dopo due diminuzioni consecutive in gennaio e febbraio. Nel contempo, le ultime cifre fornite dalla Commissione europea sugli indicatori del clima di fiducia mostrano i primi segni di miglio-

ramento. Sebbene il clima di fiducia delle imprese industriali si sia ulteriormente deteriorato nel corso del primo trimestre 1999, i dati preliminari per il mese di aprile indicano una lieve ripresa. Sulla base degli ultimi andamenti, fino al mese di aprile, sembrerebbe che la fiducia dei consumatori abbia raggiunto un livello massimo agli inizi dell'anno per diminuire, ma solo in lieve misura, nel periodo successivo. È bene precisare che nel prossimo futuro la valutazione degli andamenti del PIL sarà più difficoltosa, poiché le statistiche si baseranno su cifre aggiornate conformemente alla nuova versione del Sistema europeo dei conti economici integrati 1995 (SEC 95).

Il contesto esterno all'area dell'euro sembra aver registrato un certo miglioramento. Mentre in Giappone le prospettive di ripresa economica rimangono incerte, l'economia statunitense continua a espandersi a ritmo sostenuto. In pari tempo, sono migliorate le prospettive di crescita in diverse economie emergenti.

Considerando tali informazioni nel loro insieme, si può affermare che le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio termine sono favorevoli. Anche se è probabile che il tasso di inflazione, misurato sulla base dello IAPC, manifesti un certo incremento nei prossimi mesi, nell'attuale congiuntura non sembra che ciò possa avere un impatto negativo sulle prospettive di stabilità dei prezzi a medio termine, purché perduri in futuro una moderata dinamica salariale. Nel contempo, gli attuali andamenti monetari e gli altri indicatori disponibili non evidenziano rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Il mantenimento di un clima di stabilità dei prezzi rimane il miglior contributo che la politica monetaria possa fornire per sostenere l'attività economica nell'area dell'euro. La fiducia nella politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, ha altresì concorso a determinare i bassi livelli dei tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro. Con il recente taglio dei tassi di interesse, l'Eurosistema non solo ha mantenuto le favorevoli prospettive per la stabilità dei prezzi, ma ha anche contribuito a ridurre le incertezze riguardo all'evoluzione

economica. La politica monetaria non può, tuttavia, risolvere problemi strutturali la cui origine va ricercata in altri settori della politica economica. Il persistere di alti livelli di disoccupazione segnala la necessità sia di risolutive iniziative volte ad affrontare gli ampi problemi strutturali nei mercati dei beni e in quello del lavoro, sia di misure nell'area delle politiche di bilancio. Nell'articolo *L'attuazione del Patto di stabilità e crescita*, contenuto nella presente edizione del Bollettino

mensile, si esaminano i progressi che ancora devono essere realizzati sul piano del riequilibrio fiscale.

Un secondo articolo di questo Bollettino, dal titolo *L'assetto operativo dell'Eurosistema: descrizione e prime valutazioni*, analizza inoltre il funzionamento dell'assetto operativo della politica monetaria unica nei primi mesi di vita 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

Nelle riunioni del 22 aprile e del 6 maggio 1999 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse. Come illustrato nell'Editoriale, dopo la riduzione dei tassi di interesse dello scorso 8 aprile l'andamento atteso dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) a breve e a medio termine è apparso conforme alla definizione di stabilità dei prezzi. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato quindi mantenuto al 2,5 per cento; i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e su quelle di deposito sono rimasti invariati, al 3,5 e all'1,5 per cento, rispettivamente (cfr. figura 1).

Crescita stabile dell'aggregato monetario M3

I nuovi dati pubblicati alla fine dello scorso aprile mostrano una revisione al ribasso dei tassi di crescita sui dodici mesi di M3 in gennaio e febbraio, dal 5,6 e 5,2 per cento, rispettivamente, al 5,4 e al

5,1 per cento; in marzo, l'incremento si è raggugliato al 5,1 per cento, invariato rispetto al mese precedente. In ragione di tali andamenti, la media mobile trimestrale dei tassi di crescita sui dodici mesi di M3, relativa al primo trimestre del 1999, è stata del 5,2 per cento, 0,2 punti percentuali in più rispetto al precedente intervallo trimestrale (dicembre 1998 - febbraio 1999), a sua volta corretto al ribasso dal 5,1 al 5,0 per cento. Nonostante tale incremento, la crescita di M3 rimane prossima al valore di riferimento del 4½ per cento fissato dal Consiglio direttivo (cfr. figura 2).

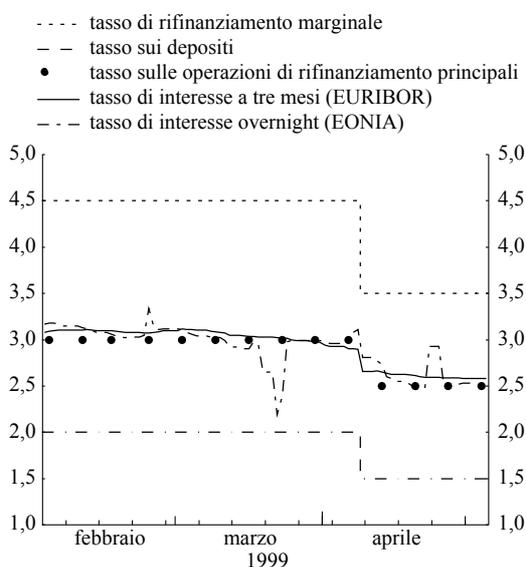
La stabilità della crescita di M3 in marzo è il risultato di andamenti opposti delle sue componenti. Da un lato, si è registrato un rallentamento dei depositi in conto corrente dopo la sostenuta dinamica di gennaio, unito al proseguire della tendenza a contrarsi manifestata dagli strumenti negoziabili inclusi in M3. Dall'altro, è aumentato il tasso di crescita delle altre categorie di depositi a breve termine comprese in M3.

In marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi in conto corrente è sceso al 13,1 per cento, dal 14,9 del mese precedente e dal 17,3 di gennaio. Tale andamento riflette una minore influenza dei fattori straordinari – come il clima di incertezza prevalente nei mercati – che nel mese di avvio della Terza fase della UEM erano stati all'origine della crescita eccezionalmente elevata. Il tasso di crescita sui dodici mesi del circolante, l'altra componente dell'aggregato monetario M1, è salito, in marzo, all'1,2 per cento, dallo 0,6 del mese precedente. L'andamento può essere parzialmente attribuito ai cosiddetti effetti di calendario: nel 1999 le festività pasquali si sono infatti collocate nei primi giorni di aprile, stimolando la domanda di circolante alla fine di marzo, mentre nel 1998 esse erano cadute intorno alla metà di aprile. Tuttavia, come conseguenza del calo del tasso di crescita dei depositi in conto corrente, l'incremento sui dodici mesi dell'aggregato monetario M1 è sceso, in marzo, al 10,8 per cento, rispetto al 12,0 di febbraio e al 14,1 di gennaio.

In marzo il tasso di crescita degli altri depositi a breve termine inclusi in M3 ha registrato un

Figura 1
Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

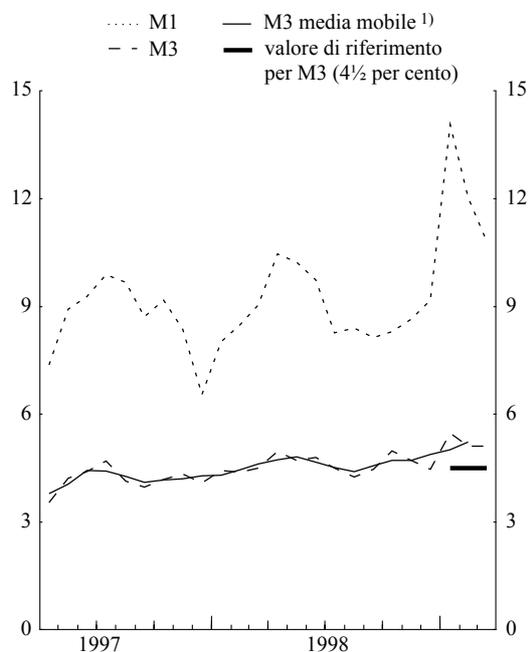
incremento significativo. Nel complesso, il loro tasso di crescita sui dodici mesi è salito al 3,2 per cento, oltre il doppio rispetto al mese precedente. L'incremento è interamente dovuto ai depositi con scadenza prefissata inferiore a due anni, la cui contrazione sembra essersi interrotta (il tasso di variazione è stato in marzo pari al -0,1 per cento, rispetto al -4,2 di febbraio). Questo andamento può essere stato parzialmente influenzato da effetti di sostituzione nei confronti sia dei depositi in conto corrente, sia degli strumenti negoziabili a breve termine. Nel contempo i depositi rimborsabili con preavviso inferiore a tre mesi hanno continuato ad aumentare, con un ritmo sui dodici mesi pressoché stabile (5,6 per cento in marzo, contro il 5,9 di febbraio). In marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario intermedio M2, che comprende gli strumenti finanziari inclusi in M1 oltre ad altri depositi a breve termine, ha registrato un incremento di 0,5 punti percentuali, portandosi al 6,5 per cento.

Gli strumenti negoziabili inclusi in M3 hanno ripreso l'andamento discendente osservato sin dall'ottobre del 1998. In marzo essi hanno registrato un calo del 3,6 per cento, dopo la temporanea inversione di tendenza di febbraio. È probabile che la costante riduzione di questa componente di M3 rifletta principalmente il livello basso e in flessione dei tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro. Tale fenomeno si è accompagnato, da un lato, a minori differenziali rispetto al rendimento dei depositi a breve termine e, dall'altro, a un differenziale di rendimento negativo e crescente rispetto ai rendimenti offerti dagli investimenti obbligazionari e azionari. L'incremento sui dodici mesi delle quote dei fondi di investimento monetario e dei titoli del mercato monetario è sceso, in marzo, al 9,2 per cento, dall'11,9 di febbraio; i valori in essere delle operazioni pronti contro termine e delle obbligazioni con scadenza fino a due anni hanno fatto registrare, in marzo, riduzioni sui dodici mesi pari, rispettivamente, al 16,4 e al 18,7 per cento.

Crescita ancora sostenuta del credito al settore privato

Dal lato dell'attivo del bilancio consolidato del settore delle Istituzioni finanziarie monetarie

Figura 2
Aggregati monetari nell'area dell'euro
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Media mobile centrata di tre mesi.

(IFM), il tasso di crescita sui dodici mesi del credito totale concesso ai residenti nell'area dell'euro è rimasto stabile, in marzo, al 7,5 per cento; l'espansione del credito alla pubblica Amministrazione è rimasta contenuta, l'1,7 per cento (2,2 per cento in febbraio); il credito al settore privato è invece cresciuto in marzo a un ritmo sostenuto, il 9,7 per cento, contro il 9,5 per cento di febbraio.

La rapida espansione del credito alle famiglie e alle imprese trova spiegazione nella diminuzione dei tassi di interesse sui prestiti bancari, giunti di recente a livelli molto bassi. In alcune zone dell'area dell'euro tale riduzione si è accompagnata a un considerevole aumento dei prezzi delle proprietà immobiliari, che può aver incrementato il valore nominale dei mutui ipotecari. Inoltre, nell'attuale posizione ciclica le specificità nazionali della domanda interna e il processo di formazione delle scorte potrebbero contribuire a stimolare l'espansione del credito. Altri fattori specifici dei singoli paesi che hanno influenzato l'espansione del credito possono essere individuati nelle modifiche apportate all'inizio dell'anno alle normative in materia di fiscalità, oltre che nelle

necessità di finanziamento connesse a operazioni di fusione e acquisizione. Inoltre, il credito al settore privato può aver finanziato investimenti effettuati all'estero dai residenti nell'area dell'euro; la bilancia dei pagamenti dell'area mostra infatti deflussi netti di capitali.

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine del settore delle IFM ha registrato un lieve incremento in marzo, al 3,9 per cento (3,7 a febbraio). I titoli con scadenza superiore a due anni sono cresciuti a un tasso annuo relativamente elevato ma nel complesso stabile, prossimo al 7 per cento. Viceversa, i residenti nell'area dell'euro continuano a mostrare una bassa propensione alla detenzione di depositi con scadenza superiore a due anni: nel marzo del 1999 il tasso di crescita annuo di tali depositi ha raggiunto appena l'1,6 per cento (1,4 in febbraio).

La posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è migliorata di 24 miliardi di euro fra la fine di febbraio e la fine di marzo, invertendo parzialmente la tendenza al deterioramento registrata nel mese precedente. Tuttavia, rispetto al marzo del 1998 la posizione netta sull'estero delle IFM è peggiorata di 131 miliardi di euro. Tale andamento, insieme con le indicazioni desunte dalla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro nel 1998 e nel bimestre gennaio - febbraio 1999 (cfr. la sezione: *Il tasso di cambio e la bilancia dei pagamenti*) sono coerenti con un deflusso netto di fondi originato da transazioni finanziarie tra residenti dell'area dell'euro diversi dalle IFM e analoghi operatori non residenti.

Significativa flessione dei tassi di interesse del mercato monetario

La decisione, adottata dal Consiglio direttivo l'8 aprile 1999, di ridurre i tassi di interesse sulle proprie operazioni di rifinanziamento principali dal 3,0 al 2,5 per cento a decorrere dall'operazione in regolamento il 14 aprile ha determinato l'andamento dei tassi di interesse del mercato monetario nel corso del mese. Il tasso di interesse overnight, espresso dall'EONIA (*Euro overnight index average*), che si situava appena al di sotto del 3,0 per cento nei primi giorni del mese, ha

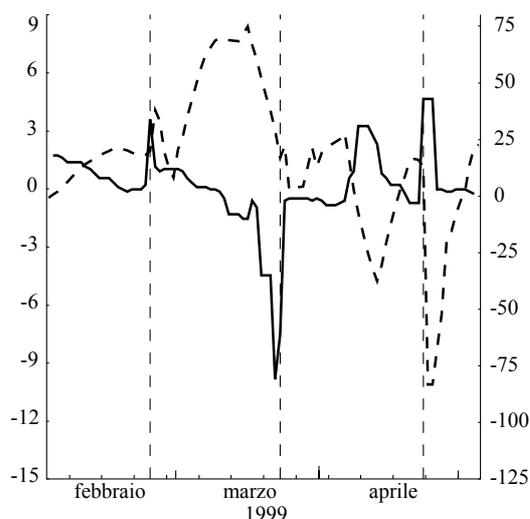
registrato un calo progressivo fino a raggiungere il valore del 2,5 per cento, applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema, nella settimana successiva all'8 (cfr. figura 1). Verso la fine del terzo periodo di mantenimento delle riserve (dal 24 marzo al 23 aprile 1999), il tasso di interesse overnight è rimasto prossimo al 2,5 per cento, fatta eccezione per l'ultimo giorno del periodo, in cui ha raggiunto il 2,93 per cento, riflettendo un incremento della domanda di liquidità del sistema bancario al fine di soddisfare l'obbligo di riserva (cfr. figura 3 e riquadro 1). Nei primi giorni del quarto periodo di mantenimento delle riserve, il tasso EONIA si è di nuovo situato in prossimità del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

Il tasso di interesse a tre mesi EURIBOR è sceso di quasi 40 punti base tra la fine di marzo e il 5 maggio 1999 (ultimo giorno a cui si riferiscono

Figura 3
Liquidità bancaria e differenziale tra il tasso interbancario overnight e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali

(miliardi di euro; dati giornalieri)

- - differenza tra la media cumulativa dei saldi di conto corrente presso l'Eurosistema e l'obbligo di riserva (scala di sinistra)
- differenziale tra il tasso interbancario overnight (EONIA) e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (scala di destra)



Fonte: BCE.

Nota: il differenziale tra il tasso interbancario overnight (EONIA) e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è espresso in punti base. Le variazioni del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali sono considerate effettive dal primo giorno lavorativo dopo il loro annuncio. Le linee verticali tratteggiate indicano la fine dei periodi di mantenimento delle riserve.

Riquadro I

Le operazioni di politica monetaria e le condizioni di liquidità nel terzo periodo di mantenimento

Questo riquadro descrive le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema e l'andamento della liquidità del sistema bancario durante il terzo periodo di mantenimento (23 marzo-24 aprile 1999). Uno studio più approfondito dei risultati relativi ai primi tre periodi di mantenimento della Terza fase della UEM è proposto nell'articolo *L'assetto operativo dell'Eurosistema: descrizione e prime valutazioni*, pubblicato in questo numero del Bollettino.

Operazioni di mercato aperto

Durante il terzo periodo di mantenimento, l'Eurosistema ha effettuato tre operazioni di rifinanziamento principali e un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine. Tutte le operazioni di rifinanziamento principali sono state effettuate con asta a tasso fisso; in presenza di aspettative di una riduzione del tasso di interesse da parte della BCE, l'ammontare delle richieste presentate dalle controparti è calato in maniera considerevole nelle prime due operazioni, nelle quali la liquidità veniva fornita al 3,00 per cento. L'ammontare totale delle richieste presentate in queste operazioni è stato pari a 118,7 miliardi di euro il 30 marzo e a 67,4 miliardi il 6 aprile; il numero delle controparti è stato pari, rispettivamente, a 403 e 302 unità (nei primi due periodi di mantenimento il valore medio delle richieste era stato pari a 720 miliardi di euro e il numero medio di controparti era stato di circa 920 unità). La percentuale di riparto si è ragguagliata, rispettivamente, al 32,9 e al 100 per cento. Nella seconda operazione, l'ammontare collocato è stato inferiore a quello ritenuto adeguato per il corretto assolvimento degli obblighi di riserva da parte degli enti creditizi; in effetti, nei giorni successivi al regolamento delle operazioni le riserve detenute dalle controparti sono risultate, a livello aggregato, di molto inferiori rispetto all'ammontare medio richiesto per il soddisfacimento dell'obbligo di riserva. Dopo l'8 aprile, quando il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di interesse, l'Eurosistema ha condotto due operazioni di rifinanziamento principali, entrambe con asta a tasso fisso, al 2,5 per cento. Lo scarso rifinanziamento richiesto della precedente operazione ha contribuito all'accumulo di un deficit di liquidità immediatamente prima dell'operazione del 13 aprile. L'ammontare totale delle richieste presentate ha così raggiunto 781,7 miliardi di euro; la percentuale di riparto è scesa all'8,6 per cento e il numero delle controparti è stato di 841. L'ultima operazione di rifinanziamento principale del periodo di mantenimento è stata condotta in condizioni di liquidità più equilibrate. Sono state presentate richieste per 612 miliardi di euro e l'ammontare collocato è stato pari a 50,0 miliardi di euro (la percentuale di riparto è stata dell'8,2 per cento).

Determinazione della posizione di liquidità del sistema bancario

(miliardi di euro)

Media giornaliera durante il periodo di mantenimento della riserva compreso tra il 24 marzo e il 23 aprile 1999.

	Creazione di liquidità	Distruzione di liquidità	Contributo netto
(a) Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema	175,8	0,3	+ 175,5
Operazioni di rifinanziamento principali	130,1	-	+ 130,1
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	45,0	-	+ 45,0
Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	0,7	0,3	+ 0,4
Altre operazioni	0,0	0,0	0,0
(b) Altri fattori che agiscono sulla liquidità del sistema bancario	338,4	412,8	- 74,4
Circolante	-	331,0	- 331,0
Conti delle Amm. pubbliche presso l'Eurosistema	42,9	- 42,9	
Posizione netta verso l'estero (incluso l'oro)	338,4	-	+ 338,4
Altri fattori (netto)	-	38,9	- 38,9
(c) Conti correnti detenuti dagli istituti di credito presso l'Eurosistema (a) - (b)			101,1
(d) Riserva obbligatoria			100,1

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine condotta il 24 marzo 1999 è stata adottata, per la prima volta dall'inizio della Terza fase della UEM, la procedura d'asta a tasso multiplo. Il rifinanziamento, preannunciato al mercato per un valore di 15 miliardi di euro, è stato assegnato a un tasso marginale del 2,97 per cento; non ha modificato la consistenza in essere delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, che ammonta a 45 miliardi di euro (cfr. tavola). Il numero di controparti di questa operazione è stato pari a 269, mentre nella precedente operazione di rifinanziamento a più lungo termine, effettuata con procedura a tasso unico, esso era stato pari a 417.

Il ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Rispetto al precedente periodo di mantenimento, il ricorso medio alle operazioni di deposito presso la banca centrale ha registrato una notevole diminuzione, passando da una media giornaliera di 1,4 miliardi di euro a una di soli 0,3 miliardi. Il ricorso al rifinanziamento marginale è lievemente aumentato, passando da una media giornaliera di 0,4 miliardi a una di 0,7. Tuttavia il maggior ricorso a questo strumento è avvenuto nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento (5,6 miliardi di euro), riflettendo la necessità di alcune banche di ottenere fondi aggiuntivi per assolvere al proprio obbligo di riserva (cfr. figura).

Determinanti della liquidità non connessi alle operazioni di politica monetaria

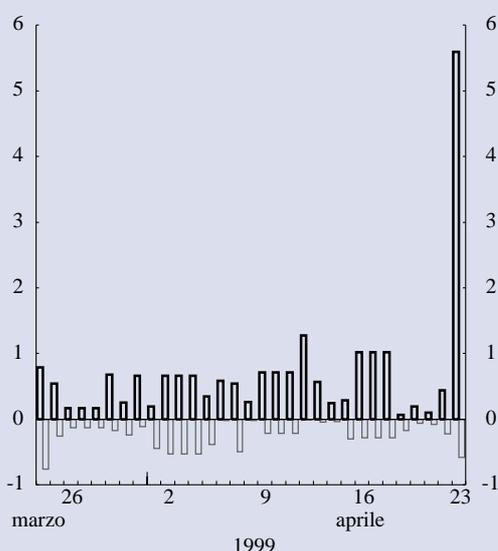
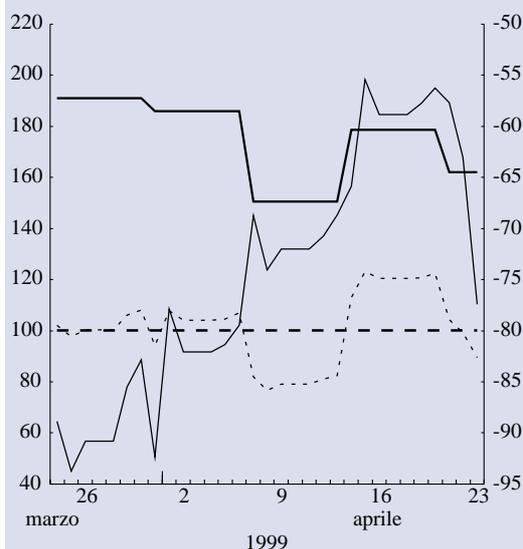
La somma degli altri fattori che influenzano la liquidità del sistema creditizio (voce (b) nella tavola di pagina 12) - i cosiddetti "fattori autonomi" - è stata pari, in media, a -74,4 miliardi di euro, inferiore di 3,8 miliardi in valore assoluto rispetto al precedente periodo di mantenimento. Il segno negativo indica che tali fattori hanno assorbito liquidità. La somma dei fattori autonomi ha oscillato tra -55,4 e -93,7 miliardi di euro; la componente che ha fatto registrare la maggiore variabilità è stata il saldo dei conti delle Amministrazioni pubbliche presso le banche centrali, che ha oscillato tra 31,5 e 63,6 miliardi di euro. Rispecchiando l'andamento stagionale l'ammontare del circolante ha raggiunto un valore massimo di 335,4 miliardi di euro tra la fine di marzo e i primi di aprile, in corrispondenza del periodo pasquale.

Fattori che concorrono a determinare la posizione di liquidità del sistema bancario

(miliardi di euro; dati giornalieri)

- liquidità fornita mediante operazioni regolari di mercato aperto (scala di sinistra)
- · obbligo di riserva (scala di sinistra)
- - - saldi giornalieri di conto corrente presso l'Eurosistema (scala di sinistra)
- altri fattori che agiscono sulla liquidità del sistema bancario (scala di destra)

- operazioni di rifinanziamento marginale
- depositi presso la banca centrale



Fonte: BCE.

Le riserve detenute dalle controparti

Nel terzo periodo di mantenimento l'ammontare delle riserve detenute è stato pari, in media, a 101,1 miliardi di euro; mentre l'obbligo di riserva è stato di 100,1 miliardi. Se confrontata con quella del secondo periodo, la differenza tra le riserve detenute e l'obbligo medio è diminuita, passando da 1,6 a 1,0 miliardi. Le riserve detenute da controparti che di fatto non hanno obblighi di riserva si sono ridotte a 0,4 miliardi di euro, rispetto agli 0,7 del periodo di mantenimento precedente; anche l'eccesso di riserva detenuto dalle controparti soggette a un obbligo di riserva positivo si è ridotto, scendendo a 0,6 miliardi da 0,9 del periodo precedente (cfr. *Bollettino mensile* della BCE - aprile 1999, pp. 15-16, per un'analisi dettagliata delle cause delle differenze tra riserve detenute e obbligo medio).

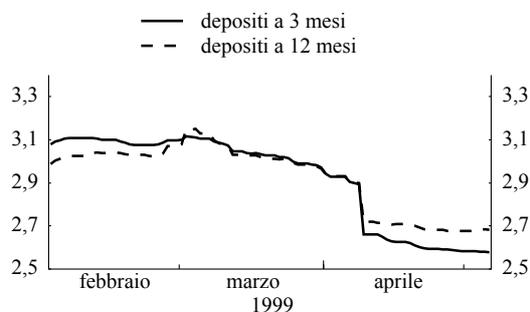
i dati relativi ai mercati finanziari contenuti in questo Bollettino), quando era prossimo al 2,6 per cento. La riduzione dei tassi di interesse di mercato a breve termine nell'area dell'euro è stata determinata dalla decisione del Consiglio direttivo dell'8 aprile 1999 di ridurre il tasso di rifinanziamento principale di 50 punti base. Fra la fine di marzo e l'8 aprile il tasso a tre mesi EURIBOR aveva già subito una flessione di 7 punti base, riflettendo l'anticipazione da parte del mercato della decisione di ridurre i tassi di interesse della BCE. Il tasso a tre mesi EURIBOR è poi sceso di ulteriori 24 punti base il 9 aprile, in seguito all'annuncio della decisione; l'ampiezza della risposta immediata del tasso di interesse a tre mesi indica che la riduzione del tasso di rifinanziamento principale era stata soltanto in parte anticipata dal mercato.

Un quadro analogo si può osservare sul mercato dei futures in euro. L'8 aprile, prima dell'annuncio della riduzione dei tassi di interesse della BCE, il tasso di interesse a tre mesi EURIBOR implicito nei contratti futures in euro con consegna a giugno e a settembre 1999 si collocava al di sotto del tasso di interesse a pronti a tre mesi allora prevalente. Subito dopo l'annuncio della decisione di politica monetaria dell'Eurosistema, il tasso di interesse a tre mesi sui contratti futures in euro con consegna a fine aprile, a giugno e a settembre 1999 è sceso di 24, 17 e 13 punti base rispettivamente. Ciò ha contribuito a un notevole appiattimento della curva dei rendimenti nelle scadenze più brevi. Tra il 9 aprile e il 5 maggio i tassi di interesse a tre mesi hanno registrato un ulteriore lieve calo, in linea con la suddetta stabilizzazione del tasso di interesse overnight su livelli prossimi al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

Il tasso sui depositi interbancari con scadenza a dodici mesi è sceso parallelamente ai tassi di interesse del mercato monetario sui contratti a pronti e futures, stabilizzandosi tuttavia su livelli leggermente più elevati rispetto al tasso di interesse a tre mesi (cfr. figura 4). Tale andamento rispecchia il fatto che la curva dei rendimenti nel mercato monetario è risultata sostanzialmente piatta sulle scadenze fino a 7 mesi, con un moderato aumento della pendenza sulle scadenze più lunghe.

Figura 4
Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno: dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: EURIBOR a 3 e a 12 mesi.

Per quanto riguarda il tasso di interesse a tre mesi sui contratti futures, è degno di nota il fatto che il tasso di interesse implicito nei contratti con consegna a fine dicembre 1999 (che, al 5 maggio, era pari al 2,82 per cento) si è situato non solo al di sopra di quelli relativi a scadenze anteriori, ma anche al di sopra del tasso per i contratti futures con consegna a marzo 2000. Una spiegazione plausibile di tale anomalia è che il possibile malfunzionamento dei sistemi informatici in corrispondenza del cambiamento di millennio viene percepito dagli operatori come un fenomeno potenzialmente in grado di influenzare il flusso di liquidità nel mercato monetario alla fine di quest'anno.

In data 29 aprile l'Eurosistema ha regolato la propria operazione di rifinanziamento mensile a più lungo termine. Tale operazione è stata condotta mediante un'asta a tasso variabile, utilizzando la procedura di aggiudicazione a tasso multiplo. Il tasso medio ponderato di tale operazione è stato del 2,54 per cento, mentre il tasso marginale di aggiudicazione è stato pari al 2,53 per cento. Poiché il volume da aggiudicare è stato preannunciato, questi tassi rispecchiano le condizioni di mercato al momento dell'operazione e non vanno ravvisati in essi segnali di politica monetaria. Come già osservato anche in passato, i tassi sono stati leggermente inferiori al tasso di interesse EURIBOR a tre mesi prevalente il giorno dell'operazione di regolamento. Ciò può essere imputato al fatto che nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema la liquidità viene fornita contro

garanzia, contrariamente a quanto avviene nelle transazioni a cui si riferisce l'EURIBOR; pertanto, ci si può attendere che tale tasso incorpori un più elevato premio per rischio.

Flessione dei tassi di interesse a lungo termine in aprile

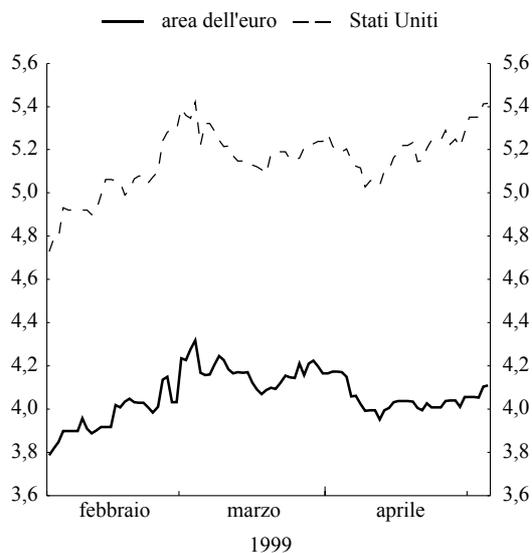
Sui mercati dei capitali dell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni sono scesi di circa 15 punti base dalla fine di marzo, raggiungendo il 4,06 per cento in data 30 aprile (cfr. figura 5). Tale valore si è collocato in prossimità dei livelli osservati verso la fine del 1998, ma pur sempre leggermente al di sopra dei minimi registrati all'inizio del 1999. Il calo quasi continuo dei rendimenti dei titoli obbligazionari nell'area dell'euro durante il mese di aprile ha inizialmente rispecchiato le crescenti aspettative di un taglio dei tassi di interesse della BCE nella prima parte del mese. In seguito, i rendimenti a lungo termine hanno registrato una ulteriore lieve diminuzione, in parte perché la riduzione dei tassi della BCE si è rivelata superiore a quella attesa dagli operatori di mercato; ha concorso alla flessione la pubblicazione di alcuni indicatori economici per l'area dell'euro. In contrasto con il primo trimestre del

1999, gli andamenti dei mercati obbligazionari dell'area nel mese di aprile sembrano riflettere principalmente l'influenza di tali fattori interni, mentre i fattori internazionali non hanno svolto un ruolo significativo. Di conseguenza, nel corso di aprile la dinamica dei tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro è stata sostanzialmente indipendente da quella dei corrispondenti tassi di interesse negli Stati Uniti. Poiché i rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti sono rimasti sostanzialmente stabili per la maggior parte del mese, il declino di quelli nell'area dell'euro ha dato luogo a un ampliamento del differenziale fra i due.

La flessione dei tassi di interesse a lungo termine osservata nell'area dell'euro nel corso del mese di aprile sembra riflettere un calo dei rendimenti reali più che una mutata percezione delle prospettive riguardo all'andamento dei prezzi nel più lungo periodo. A conferma di questa interpretazione c'è il fatto che in aprile il livello dei rendimenti a 10 anni dei titoli francesi con indicizzazione reale ha registrato un calo analogo a quello dei rendimenti nominali con la stessa scadenza. Tale fenomeno tenderebbe a suggerire che le aspettative dei mercati finanziari riguardo all'andamento dei prezzi nel più lungo periodo non si sono modificate in maniera significativa durante il mese. Le revisioni al ribasso dei tassi di crescita di M3 per i mesi precedenti e il tasso invariato di crescita di M3 registrato nel mese di marzo possono aver rafforzato la percezione, da parte degli operatori finanziari, che le prospettive di più lungo periodo per l'andamento dei prezzi siano rimaste favorevoli. Inoltre in marzo il leggero incremento dell'inflazione, misurata sulla base dello IAPC, ha influenzato solo marginalmente i mercati obbligazionari dell'area, poiché era stato ampiamente anticipato dagli operatori. Alla luce dei suddetti andamenti nei mercati obbligazionari dell'area la curva dei rendimenti ottenuta utilizzando i tassi interbancari e quelli swap in euro ha subito uno spostamento verso il basso su tutte le scadenze (cfr. figura 6).

Nel complesso gli andamenti dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro, considerati unitamente all'evoluzione dei tassi di interesse a breve termine, indicano che i mercati finanziari prevedono che il livello dei tassi di interesse a

Figura 5
Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



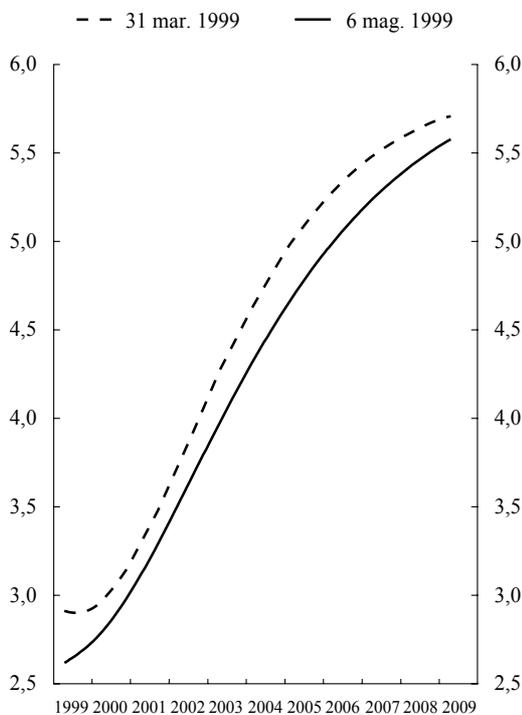
Fonti: BCE, dati nazionali e Reuters.

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

Figura 6

Tassi di interesse overnight a termine dell'area dell'euro impliciti nei tassi swap

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: stima BCE. La curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è stato descritto nel Bollettino mensile, gennaio 1999 (pag. 27). I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti swap.

breve termine rimanga basso nei restanti mesi del 1999. Nel contempo la riduzione dei tassi della BCE non sembra aver mutato le prospettive favorevoli sulla stabilità dei prezzi nel più lungo periodo.

Come citato in precedenza, la dinamica del mercato obbligazionario negli Stati Uniti ha esercitato una scarsa influenza sui rendimenti dei titoli dell'area dell'euro nel corso di aprile. Il livello dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti è rimasto nel complesso stabile per gran parte del mese, riflettendo la percezione, da parte del mercato, che l'economia statunitense continuerà a crescere a un ritmo sostenuto senza generare pressioni inflazionistiche significative. Alla fine del mese, tuttavia, le informazioni relative ai conti nazionali per il primo trimestre del 1999 hanno modificato tale percezione, esercitando succes-

sivamente una pressione al rialzo sui tassi di interesse statunitensi a lungo termine. Tale fenomeno può avere avuto ripercussioni sui tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro, che hanno registrato un lieve rialzo, superando il 4,1 per cento all'inizio di maggio. Nel contempo, una flessione dei rendimenti dei titoli a reddito fisso giapponesi a lungo termine pari a circa 25 punti base, tra il 30 marzo e il 5 maggio, può avere contribuito al calo dei tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro. Il declino dei tassi di interesse giapponesi a lungo termine è avvenuto in un contesto caratterizzato dall'assenza di segnali di pressioni inflazionistiche.

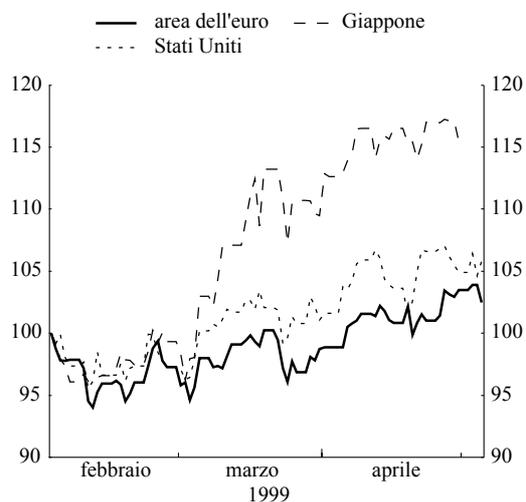
Aumento dei corsi azionari

I prezzi delle azioni nell'area dell'euro, misurati in base all'indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) sono aumentati di circa il 4 per cento nel periodo compreso tra la fine di marzo e il 5 maggio del 1999 (cfr. figura 7). In seguito a tale incremento, i corsi azionari dell'area dell'euro si collocavano circa il 7 per cento al di sopra dei livelli registrati al termine del 1998. I prezzi delle azioni sono tuttavia risultati inferiori di circa il 4 per cento al livello massimo raggiunto alla metà di luglio del 1998, prima delle ampie flessioni subite dai mercati azionari mondiali. Gli andamenti dei corsi azionari nell'area dell'euro nel mese di aprile hanno riflesso sia l'esuberanza dei mercati azionari internazionali che l'effetto di fattori interni.

Negli Stati Uniti, nonostante una certa variabilità nel corso del mese di aprile, l'indice Standard & Poor's 500 ha registrato un incremento di quasi il 5 per cento nel periodo compreso fra la fine di marzo e il 5 maggio. La continua crescita del mercato azionario statunitense durante il mese di aprile e all'inizio di maggio è sembrata essere collegata principalmente al protrarsi di una crescita economica sostenuta negli Stati Uniti, riflessa nel forte aumento dei profitti societari nel primo trimestre del 1999. In Giappone, dopo il considerevole incremento osservato a marzo, i corsi azionari, espressi dall'indice Nikkei 225, sono aumentati di oltre il 5 per cento nel periodo compreso tra la fine di marzo e il 30 aprile

Figura 7
Indici dei corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone

(1° febbraio 1999=100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters per l'area dell'euro; BRI per Stati Uniti e Giappone. Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard and Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

(il mercato azionario giapponese è rimasto chiuso all'inizio di maggio). Il declino dei tassi di interesse giapponesi a lungo termine sembra aver contribuito in misura notevole all'ulteriore incremento dei prezzi delle azioni nel mese di aprile; questo può avere altresì riflesso una mutata percezione del mercato circa la probabilità di una futura ripresa dell'attività economica.

2 I prezzi

Maggiore aumento dei prezzi al consumo per effetto dei prezzi del petrolio

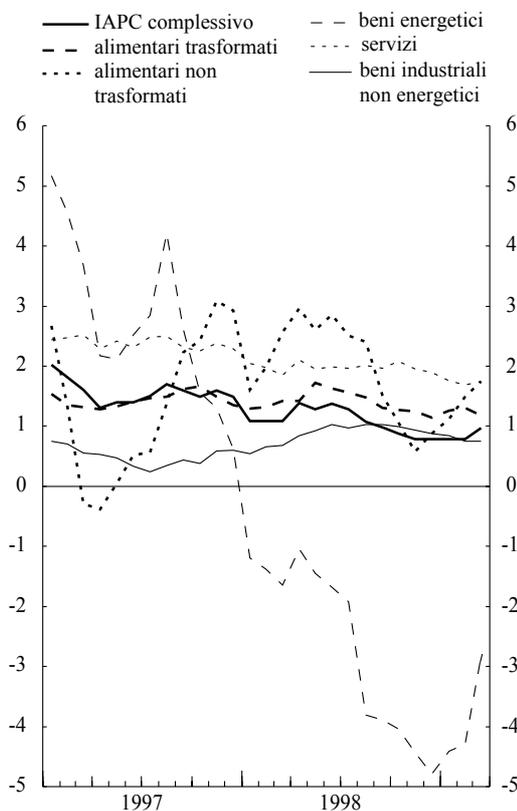
La variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è salita all'1 per cento nel mese di marzo, contro lo 0,8 per cento nei quattro mesi precedenti (cfr. tavola 1). Come previsto, tale aumento è essenzialmente riconducibile all'andamento dei prezzi dei beni energetici, in particolare alla ripresa delle quotazioni internazionali del petrolio, che sono passate da 9,4 euro al barile nel mese di febbraio a 11,8 nel mese di marzo. Sebbene in quel mese i prezzi dei beni energetici fossero ancora inferiori del 2,8 per cento

Per i mercati azionari dell'area dell'euro, gli andamenti di quelli internazionali hanno costituito un contesto favorevole, mentre la situazione in Kosovo può aver rappresentato un elemento di freno. Uno dei fattori interni che ha inciso in maniera significativa sull'andamento dei corsi azionari nell'area dell'euro è stato il declino dei rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area nel corso di aprile. Inoltre, come è accaduto per gran parte del 1999, l'aumento dei prezzi delle azioni nell'area sembra essere stato sostenuto anche dall'aspettativa che le operazioni di concentrazione avvenute in alcuni settori avrebbero avuto potenziali benefici per i profitti societari. Infine, sembrano migliorate le aspettative dei mercati finanziari circa le prospettive di crescita delle esportazioni e dei profitti societari in alcuni settori dell'economia. Ciò si riflette in particolare nella performance relativamente buona dell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50. Questo indice è basato sulle azioni di grandi imprese diversificate a livello internazionale i cui profitti, rispetto a quelli di società più piccole, tendono a essere maggiormente dipendenti dal contesto internazionale e dall'andamento dei tassi di cambio. Il suddetto indice ha registrato un incremento pari a oltre il 4 per cento nel periodo compreso fra la fine di marzo e il 5 maggio e, diversamente dall'indice più ampio, al 5 maggio si collocava al di sopra dei livelli massimi osservati a metà luglio del 1998, registrando un aumento di oltre l'11 per cento dalla fine del 1998.

rispetto al livello di marzo 1998, essi risultavano tuttavia nettamente risaliti rispetto al livello del mese precedente, quando erano del 4,3 per cento al di sotto del corrispondente livello di un anno prima (cfr. figura 8). In aprile, le quotazioni internazionali del petrolio hanno registrato un ulteriore aumento, salendo a 14,4 euro, e ciò spingerà probabilmente al rialzo la componente energetica dello IAPC per l'area. I prezzi al consumo dei beni energetici saranno inoltre influenzati da un aumento della tassazione sull'energia in Germania ad aprile, anche se nello IAPC complessivo tale pressione dovrebbe risultare sostanzialmente annullata nei mesi a venire in seguito all'esaurirsi degli effetti dell'aumento dell'IVA tedesca nell'aprile dell'anno scorso.

Figura 8
Dinamica delle componenti dello IAPC
nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

La crescita dei prezzi dei prodotti alimentari a marzo, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, è rimasta invariata all'1,4 per cento. La lieve accelerazione dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati (1,7 per cento in marzo, contro l'1,5 per cento in febbraio) è stata compensata dal leggero rallentamento di quelli dei prodotti alimentari trasformati (la cui crescita è passata all'1,2 dall'1,3 per cento). La variazione sui 12 mesi dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati è nettamente aumentata dal mese di novembre 1998, quando si attestava intorno allo 0,6 per cento, a causa dell'andamento dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli. Ciò tuttavia non sorprende in quanto, insieme con i prezzi dei beni energetici, quelli dei prodotti alimentari non trasformati costituiscono la componente più variabile dello IAPC.

Passando alle altre componenti dello IAPC (generalmente meno variabili), i tassi di variazione relativi ai beni industriali non energetici e ai ser-

vizi sono rimasti immutati da febbraio a marzo, rispettivamente allo 0,7 e all'1,7 per cento. Questi dati confermano la tendenza sostanzialmente stabile o lievemente decrescente osservata nel 1998 per tali voci, che rappresentano i due terzi dello IAPC totale.

Anche osservando gli altri indici, non vi sono indicazioni di una tendenza generale al rialzo dei prezzi. Tuttavia, ci si può attendere che l'inversione di tendenza dei prezzi del petrolio e di altre materie prime degli ultimi mesi possa riflettersi gradualmente sull'andamento degli altri prezzi durante il 1999. Pertanto, la tendenza al calo dei prezzi alla produzione dei beni industriali, che a febbraio è stato del 2,7 per cento, stabile rispetto a gennaio, potrà attenuarsi nel prossimo futuro. Il contributo maggiore in questo senso proverrà probabilmente dall'andamento dei prezzi alla produzione dei beni intermedi, che nel 1998 hanno beneficiato della forte caduta delle quotazioni internazionali delle materie prime non energetiche.

Infine, l'Eurostat ha diffuso le stime iniziali relative al quarto trimestre del 1998 per un nuovo indicatore del costo del lavoro su base oraria, basato su dati nazionali. Le stime segnalano una decelerazione dei costi orari del lavoro complessivi per il totale dell'economia (con l'esclusione dell'agricoltura, dell'istruzione e della sanità): il tasso di variazione annuale è diminuito passando dall'1,7 per cento del terzo trimestre a l'1,1 per cento nel quarto trimestre del 1998, confermandone l'andamento contenuto fino alla fine del 1998. In seguito ai recenti accordi salariali e all'esaurirsi dell'effetto della riforma fiscale italiana del 1998, il tasso di variazione dei costi del lavoro potrà registrare un lieve aumento nel corso del 1999.

Nel complesso, i recenti dati sull'andamento dei prezzi sono sostanzialmente in linea con le attese, precedentemente formulate, di un aumento del tasso di crescita annuale dello IAPC, soprattutto in seguito alla ripresa dei prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche. Un andamento analogo potrebbe divenire evidente in altri indici dei prezzi, come quelli dei prezzi alla produzione, a mano a mano che nei prossimi mesi nuovi dati diventeranno disponibili, e potrebbe caratterizzare il futuro più immediato. Tuttavia,

Tavola I

Prezzi e costi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1999	1999	1999	1999
				2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.	nov.	dic.	gen.	feb.	mar.	apr.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IACP) e sue componenti													
Indice complessivo di cui:	2,2	1,6	1,1	1,3	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	.
Beni	1,8	1,1	0,6	1,0	0,7	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,5	.
Alimentari	1,9	1,4	1,6	2,1	1,7	1,1	1,3	1,0	1,0	1,2	1,4	1,4	.
Alimentari trasformati	1,9	1,4	1,4	1,6	1,4	1,2	1,2	1,2	1,1	1,3	1,3	1,2	.
Alimentari non trasformati	1,8	1,4	2,0	2,8	2,1	0,8	1,4	0,6	0,9	1,1	1,5	1,7	.
Beni industriali	1,8	1,0	0,1	0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	0,0	.
Beni industriali non energetici	1,6	0,5	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	.
Beni energetici	2,6	2,8	-2,6	-1,4	-3,2	-4,4	-3,8	-4,4	-4,8	-4,4	-4,3	-2,8	.
Servizi	2,9	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	1,7	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	.
Altri indicatori di prezzi e costi													
Prezzi alla prod. dei beni industr. ¹⁾	0,4	1,1	-0,8	-0,2	-1,3	-2,3	.	-2,4	-2,6	-2,7	-2,7	.	.
Costo del lavoro per un. di prodotto ²⁾	1,8	0,4	.	-0,6	-0,6	.	.	-	-	-	-	-	-
Produttività del lavoro ²⁾	1,6	2,3	.	1,8	1,8	.	.	-	-	-	-	-	-
Redditi per addetto ²⁾	3,4	2,6	.	1,2	1,3	.	.	-	-	-	-	-	-
Costo tot. del lavoro per un. di prod. ³⁾	2,8	2,3	1,4	1,6	1,7	1,1	.	-	-	-	-	-	-
Prezzo del petrolio (euro per barile) ⁴⁾	15,9	17,1	12,0	12,8	11,7	10,0	10,3	10,2	8,8	9,5	9,4	11,8	14,4
Prezzi delle materie prime ⁵⁾	-6,9	13,0	-12,5	-10,7	-18,2	-20,5	-16,0	-18,4	-19,4	-17,2	-16,1	-14,7	-12,6

Fonti: Eurostat, dati nazionali, HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung (Amburgo) ed elaborazioni della BCE.

1) Sono escluse le costruzioni.

2) Intera economia.

3) Intera economia (escluse agricoltura, istruzione e sanità).

4) Qualità Brent (per consegna a termine di un mese). Prezzo in ECU fino al dicembre 1998.

5) Sono esclusi i beni energetici. Prezzi in euro; ECU fino al dicembre 1998.

sulla base dei dati attualmente disponibili, questi andamenti non sembrano intaccare le aspettative di una continuazione dell'andamento contenuto delle componenti non energetiche dello IACP, che generalmente sono influenzate meno

direttamente da variazioni di prezzo di questa natura. Di conseguenza, le variazioni dello IACP dovrebbero restare in linea con la definizione della stabilità dei prezzi dell'Eurosistema nel breve e nel medio periodo.

3 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

Nel prossimo futuro i dati di contabilità nazionale dell'area dell'Euro saranno uniformati ai criteri del Sistema europeo dei conti nazionali 1995 (SEC 95). La revisione riguarderà anche i dati storici relativi a un certo numero di anni precedenti. I pochi dati nazionali già disponibili su questa base indicano che l'impiego del nuovo quadro statistico potrà produrre significativi cambiamenti tanto nel livello che nel tasso di crescita del PIL dell'area. Tuttavia, se le revisioni potranno influire sui risultati relativi agli anni precedenti al 1999,

non è ancora chiaro se modificheranno anche l'andamento trimestrale osservato nel passato più recente, e in particolare l'evoluzione del 1998. Per il momento gli ultimi dati rivisti dall'Eurostat (resi disponibili il 12 aprile) confermano una flessione della crescita nella parte finale dell'anno passato e in quella iniziale dell'anno in corso, in gran parte riconducibile al declino del commercio netto con l'estero, mentre l'attività economica è stata sostenuta principalmente dai consumi privati (cfr. tavola 2).

Il rallentamento dell'attività è continuato nei primi due mesi del 1999

In mancanza di dati sul PIL per il primo trimestre del 1999 l'attenzione si è concentrata sui nuovi dati relativi alla produzione industriale, ora disponibili fino a febbraio 1999 (cfr. tavola 3). Dalla pubblicazione dell'ultimo numero del Bollettino sono stati diffusi i dati dei mesi di gennaio e febbraio; va tenuto presente, tuttavia, che essi sono basati in larga misura su stime.

Le cifre diffuse dall'Eurostat non sembrano segnalare una ripresa della produzione nella prima parte dell'anno. Calcolata sulla base di medie mobili di tre mesi per ovviare alla variabilità dei dati statistici mensili, la produzione dell'industria in senso stretto (escluso cioè il settore delle costruzioni) ha registrato nel periodo fra dicembre 1998 e febbraio 1999 un calo dello 0,8 per cento rispetto ai tre mesi precedenti (e cioè al periodo compreso fra settembre e novembre 1998); nel mese di febbraio si è ridotta sia rispetto al mese precedente che rispetto a un anno prima, dopo che i dati relativi a gennaio avevano mostrato un tasso di crescita positivo. Anche per la produzione manifatturiera il calo è continuato fino a feb-

braio, registrando nei tre mesi da dicembre a febbraio una flessione dello 0,8 per cento rispetto ai tre mesi precedenti, leggermente inferiore a quella rilevata nei due precedenti intervalli trimestrali. La scomposizione della produzione manifatturiera nelle principali categorie di prodotti industriali mostra come la tendenza registrata dai beni non durevoli sia stata leggermente meno negativa di quella dei beni di investimento e dei beni intermedi. La contrazione nella produzione di beni intermedi nell'intervallo trimestrale concluso a febbraio è stata dello 0,7 per cento, oltre il doppio di quella dell'intervallo trimestrale concluso a gennaio. Negli ultimi mesi la produzione di beni di consumo durevoli ha registrato la riduzione più cospicua.

I dati preliminari dell'indagine di aprile 1999 sull'utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero, condotta su base trimestrale e resa pubblica dalla Commissione europea il 6 maggio, segnalano valori invariati (81,9 per cento) rispetto al livello di gennaio (cfr. tavola 4). I dati trimestrali ottenuti dalla media di due indagini successive indicano un'ulteriore leggera flessione del grado di utilizzo della capacità nel primo trimestre del 1999 rispetto al quarto del 1998. Gli ultimi dati indicano che la flessione cumulata nel-

Tavola 2

Crescita del PIL a prezzi costanti e delle sue componenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali ¹⁾								Variazioni trimestrali ²⁾				
	1996	1997	1998	1997	1998	1998	1998	1998	1997	1998	1998	1998	1998
				4 trim.	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	4 trim.	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.
PIL a prezzi costanti di cui:	1,7	2,5	2,9	3,1	3,7	2,9	2,8	2,3	0,7	0,8	0,6	0,7	0,2
Domanda interna	1,1	2,0	3,5	2,7	4,1	3,2	3,7	3,1	1,2	1,6	0,4	0,5	0,6
Consumi delle famiglie	2,0	1,6	2,9	2,2	2,7	2,3	3,1	3,2	0,8	0,9	0,5	0,9	0,9
Consumi collettivi	1,2	-0,1	1,1	-0,7	0,9	1,3	1,0	1,1	-0,9	1,7	0,4	-0,2	-0,7
Investimenti fissi lordi	0,8	2,1	4,0	2,7	5,7	3,2	4,1	3,1	1,2	1,9	-0,8	1,7	0,2
Variazioni delle scorte ³⁾	-0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	0,9	0,7	0,3	0,5	0,4	0,2	-0,4	0,1
Esportazioni nette ³⁾	0,6	0,5	-0,5	0,5	-0,3	-0,3	-0,8	-0,7	-0,5	-0,7	0,2	0,2	-0,4
Esportazioni ⁴⁾	4,7	9,8	5,4	11,2	10,0	7,8	3,8	0,7	0,9	-0,4	2,4	0,8	-2,1
Importazioni ⁴⁾	3,2	8,9	7,5	10,6	11,8	9,2	6,5	2,8	2,3	1,6	2,1	0,4	-1,2

Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Variazione percentuale sul periodo corrispondente dell'anno precedente.

2) Variazione percentuale sul trimestre precedente.

3) Contributo alla crescita del PIL a prezzi costanti, in punti percentuali.

4) Le esportazioni e le importazioni comprendono beni e servizi e includono anche il commercio tra i paesi dell'area dell'euro. Il commercio interno all'area non viene nettato nei dati relativi alle esportazioni e importazioni utilizzati nella contabilità nazionale. Di conseguenza, tali dati non sono del tutto confrontabili con quelli di bilancia dei pagamenti.

Tavola 3

Produzione industriale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1997	1998	1998	1999	1999	1998	1999	1999	1998	1998	1998	1998	1999
			dic.	gen.	feb.	dic.	gen.	feb.	set.	ott.	nov.	dic.	gen.
				variaz. sul mese prec.			medie mobili di 3 mesi						
Totale industria	3,6	3,6	-0,8	1,8	0,0	-1,2	1,9	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2
Costruzioni	-1,0	0,3	-1,5	.	.	0,0	.	.	-1,0	-1,1	-1,0	.	.
Totale industria escl. costruz.	4,3	4,0	-0,8	1,6	-0,2	-0,7	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,4	-0,5	-0,8
Industria manifatturiera	4,8	4,4	-1,3	0,7	-0,8	-1,2	1,5	-0,9	-0,1	-0,4	-1,0	-1,0	-0,8
<i>principali categorie di prodotti industriali</i>													
Beni intermedi	5,4	3,9	-1,6	0,5	-1,4	-1,2	1,3	-1,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,7
Beni di capitale	4,8	6,6	1,7	4,1	1,4	-1,6	2,5	-1,4	0,3	0,3	-0,1	-0,2	-0,5
Beni di consumo	2,6	3,0	-1,1	2,4	0,9	-1,0	1,8	-0,4	-0,3	-0,2	-0,8	-0,6	-0,4
durevoli	2,0	6,2	0,7	2,9	0,7	-2,4	1,8	0,0	0,2	0,7	-0,6	-1,6	-2,1
non durevoli	2,3	1,2	-1,9	1,3	1,0	-0,3	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: Tutte le variazioni percentuali sono calcolate utilizzando dati corretti per il numero di giorni lavorativi; inoltre, le variazioni percentuali sul mese precedente e le variazioni delle medie mobili centrate di 3 mesi sulla media dei 3 mesi precedenti sono calcolate utilizzando dati destagionalizzati.

Tavola 4

Risultati delle inchieste congiunturali presso le famiglie e le imprese

(dati destagionalizzati)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1999	1999	1999	1999
				2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.	nov.	dic.	gen.	feb.	mar.	apr.
Indice del clima economico ¹⁾	-2,7	2,5	3,1	4,4	3,0	1,5	0,7	2,0	1,4	1,5	0,8	-0,2	-0,4
Clima di fiducia dei consumatori ²⁾	-8	-3	7	7	7	10	12	10	11	12	12	11	9
Clima di fiducia delle imprese ²⁾	-8	4	7	10	7	1	-3	0	-1	-1	-3	-4	-3
Clima di fiducia nel sett. delle costr. ²⁾	-13	-10	4	1	10	8	14	9	9	14	14	14	15
Clima di fiducia nel commer. al dett. ²⁾	-5	-3	4	2	5	3	3	2	2	6	2	0	5
Utilizzo della capacità produtt. (%) ³⁾	80,3	81,5	83,0	83,6	83,3	82,4	81,9	-	-	81,9	-	-	81,9

Fonte: Commissione europea, inchieste congiunturali presso le famiglie e le imprese.

1) Variazione percentuale sul periodo corrispondente; numeri indici 1985 = 100.

2) Saldi percentuali; i dati riportati sono calcolati come deviazioni dalla media per il periodo dal gennaio 1985.

3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre di ogni anno. I dati trimestrali qui riportati rappresentano la media di due indagini successive, una condotta all'inizio del trimestre indicato e una condotta all'inizio del trimestre seguente. I dati annuali sono calcolati come medie dei dati trimestrali.

l'utilizzo della capacità produttiva dopo il picco dell'83,6 per cento del secondo trimestre del 1998 è pari a 1,7 punti percentuali. Il grado di utilizzo resta, tuttavia, vicino alla sua media di lungo periodo.

Considerando complessivamente i dati sulle vendite al dettaglio nei tre mesi iniziati a gennaio, per ovviare alla variabilità di breve periodo delle serie storiche, si nota la tenuta dei consumi del-

l'area. Si stima che le vendite al dettaglio siano cresciute di circa il 2 per cento rispetto al trimestre corrispondente dell'anno precedente. Inoltre, gli ultimi dati non registrano alcun rallentamento nell'immatricolazione di autovetture, che nel primo trimestre del 1999 sono cresciute in misura lievemente superiore al 7 per cento sul periodo corrispondente, superando il valore del 7 per cento per il terzo trimestre consecutivo.

Dalle indagini congiunturali provengono possibili segnali di miglioramento

Dopo la pubblicazione del Bollettino di aprile, la Commissione europea ha diffuso i risultati delle proprie inchieste congiunturali presso le famiglie e le imprese relativi ai mesi di marzo e aprile (cfr. tavola 4). A marzo l'indagine della Commissione non forniva prospettive incoraggianti per un'inversione di tendenza dell'attività economica. I dati indicavano un ulteriore peggioramento del clima di fiducia delle imprese, facendo scendere l'indicatore al livello più basso dal gennaio 1997. Nel contempo, riportavano un lieve deterioramento del clima di fiducia dei consumatori rispetto al punto di massimo raggiunto in gennaio e febbraio 1999. Coerentemente con tale risultato, un peggioramento del clima di fiducia si registrava anche nel settore delle vendite al dettaglio.

In aprile, tuttavia, mentre il clima di fiducia dei consumatori si è lievemente, ulteriormente deteriorato, quello delle imprese è migliorato (per la prima volta dal mese di giugno 1998). Il miglioramento ha interessato anche il settore delle vendite al dettaglio. Esaminando più da vicino le serie sottostanti l'indicatore del clima di fiducia delle imprese, le risposte alle domande dell'indagine sulla valutazione degli ordini mostrano nel mese di aprile un lieve miglioramento della situazione sia degli ordini dall'estero che dall'interno. I risultati dell'indagine di aprile segnalano inoltre un miglioramento delle aspettative sulla produzione.

L'indice di fiducia nel settore delle costruzioni è salito lievemente dall'inizio dell'anno, dopo il mar-

cato rialzo del periodo fra il 1996 e il 1998. Il chiaro miglioramento del clima di fiducia in tale settore risulta tuttavia in contrasto con i dati sull'attività di costruzione, per la quale non si rilevano ancora i segni di una ripresa sostenuta.

L'esame complessivo dei dati attualmente disponibili (alcune serie sono disponibili solo dopo diversi mesi) non consente di concludere che il rallentamento dell'economia dell'area sia giunto a termine nei primi due mesi del 1999. Tuttavia, più recentemente, alcuni indicatori ricavati dalle indagini della Commissione forniscono prime indicazioni di una stabilizzazione o addirittura di un miglioramento. In particolare, si è registrato un lieve miglioramento del clima di fiducia delle imprese, mentre il modesto peggioramento di quello dei consumatori può con maggiore probabilità essere interpretato come un ritorno a valori normali del clima di fiducia delle famiglie piuttosto che come un segnale di indebolimento della crescita dei consumi. Inoltre, come osservato in precedenza, ulteriori cambiamenti, che richiederanno un attento esame, potranno emergere dalla revisione della passata contabilità nazionale.

Continua la flessione graduale della disoccupazione

Nel mese di marzo 1999 il tasso di disoccupazione standardizzato è stato del 10,4 per cento, invariato rispetto al dato del mese precedente (a sua volta rivisto al ribasso dal 10,5 per cento; cfr. tavola 5). Tale risultato segue le due riduzioni consecutive di gennaio e febbraio. Va notato, tuttavia, che il tasso di disoccupazione nella fascia di età superiore ai 25 anni, che contiene circa i tre quarti

Tavola 5

Disoccupazione nell'area dell'euro

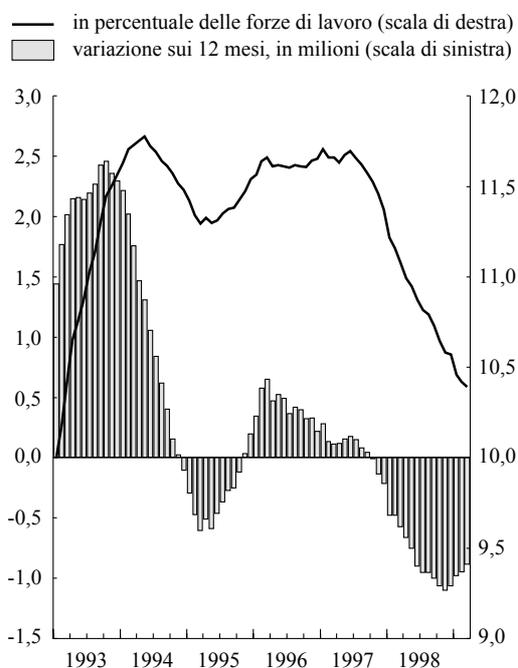
(in percentuale delle forze di lavoro; dati destagionalizzati)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1998	1999	1999	1999
				2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.	ott.	nov.	dic.	gen.	feb.	mar.
Totale	11,6	11,6	10,9	10,9	10,8	10,6	10,4	10,6	10,6	10,6	10,5	10,4	10,4
Sotto i 25 anni ¹⁾	23,9	23,1	20,9	21,1	20,7	20,4	20,0	20,5	20,4	20,2	20,2	20,0	19,9
25 anni e oltre ²⁾	9,8	9,9	9,4	9,5	9,4	9,2	9,1	9,2	9,2	9,2	9,1	9,1	9,1

Fonte: Eurostat.

1) Nel 1998 questa categoria rappresentava il 24,4 per cento della disoccupazione totale.

2) Nel 1998 questa categoria rappresentava il 75,6 per cento della disoccupazione totale.

Figura 9**Disoccupazione nell'area dell'euro***(dati mensili destagionalizzati)*

Fonte: Eurostat.

del totale dei disoccupati, è rimasto praticamente invariato nei mesi finali dell'anno; ciò indica che il calo della disoccupazione è ormai meno generalizzato. Segnali nello stesso senso provengono dagli andamenti nazionali: pochi sono i paesi in cui si sono registrati ulteriori progressi. Il tasso di disoccupazione fra i giovani di età inferiore ai 25 anni ha invece continuato a diminuire a un

ritmo sostanzialmente immutato (cfr. tavola 4). Tale tendenza potrebbe riflettere la preferenza dei datori di lavoro ad assumere giovani, ma potrebbe anche essere il risultato dei diversi programmi per l'occupazione recentemente varati o potenziati in alcuni paesi dell'area, a beneficio di gruppi ben definiti, e dei giovani in particolare.

In mancanza di dati più recenti sull'andamento dell'occupazione, le indicazioni fornite dai tassi di disoccupazione suggeriscono che la creazione netta di posti di lavoro sia continuata anche nel primo trimestre di quest'anno, nonostante l'indebolimento dell'attività economica. Tuttavia, dall'ultimo trimestre del 1998 in poi le imprese operanti nei settori più esposti alla congiuntura internazionale hanno cominciato a ridurre i livelli di personale, come mostrano i dati Eurostat (cfr. tavola 6). Secondo tali dati, nel quarto trimestre del 1998 l'occupazione totale dell'industria in senso stretto ha registrato una flessione dello 0,3 per cento rispetto al trimestre precedente; la flessione è stata dello 0,1 per cento nel settore manifatturiero. Per contro l'occupazione nel settore delle costruzioni è aumentata in modo marcato nella seconda metà del 1998, in particolare nel quarto trimestre (1,5 per cento), più che compensando la perdita netta di posti di lavoro registrata nei mesi precedenti. Non esiste ancora un indicatore dell'occupazione nel settore dei servizi valido per l'intera area dell'euro. La diffusione dei dati SEC 95 dovrebbe migliorare tale situazione. Tuttavia, dati parziali basati su statistiche

Tavola 6**Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)*

	1997	1998	1998				1998				1998		
			1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	ott.	nov.	dic.
Variazioni trimestrali ¹⁾													
Intera economia ²⁾	0,3	1,3	1,0	1,1	1,4	1,5	0,4	0,4	0,5	0,3	-	-	-
Totale industria	-1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0
Costruzioni	-0,5	-0,1	-0,1	-1,4	-0,4	1,5	-0,1	-0,5	0,6	1,5	1,4	1,6	1,4
Totale industria escl. costruz.	-1,4	0,4	0,3	0,6	0,6	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	0,3	0,1	-0,1
Industria manifatturiera	-1,0	0,7	0,6	1,0	0,9	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,7	0,4	0,3

Fonti: dati nazionali ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati.

2) I dati non comprendono il Belgio e l'Irlanda; dati destagionalizzati.

nazionali suggeriscono che la crescita dell'occupazione in questo settore è continuata, soprattutto per l'elevata crescita dei posti di lavoro a tempo parziale.

In sintesi, la tendenza al ribasso dei tassi di disoccupazione sembra essersi protratta nei primi mesi del 1999. È pertanto probabile che la creazione di posti di lavoro sia rimasta positiva nonostante il

rallentamento dell'attività economica. Alcune indicazioni sulla parte finale dell'anno mostrano tuttavia un possibile rallentamento dei progressi compiuti verso una più sostenuta creazione di posti di lavoro. Mentre ci si può attendere che la ripresa dell'attività economica nel corso dell'anno produca effetti positivi, tanto il calo dei tassi di disoccupazione quanto la crescita dell'occupazione nel 1999 potrebbero rallentare rispetto al 1998.

4 Andamenti del tasso di cambio e della bilancia dei pagamenti

Andamento contrastante del tasso di cambio in aprile e agli inizi di maggio

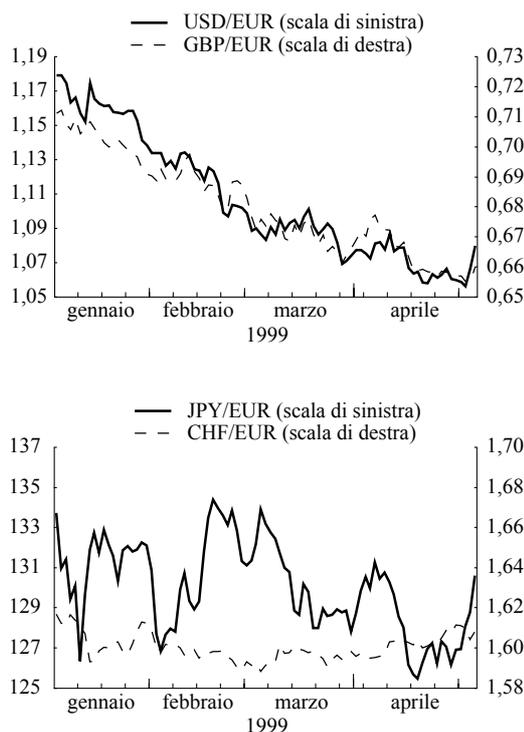
In aprile l'euro si è indebolito nei confronti del dollaro, scendendo alla fine del mese a 1,06 dollari (cfr. figura 10). Questo indebolimento può essere attribuibile, come nei mesi precedenti, alla diffusione di dati che indicavano la prosecuzione di una robusta crescita negli Stati Uniti e deboli segnali di ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro; per contro, la riduzione del tasso di in-

teresse di riferimento, effettuata dall'Eurosistema l'8 aprile scorso, ha avuto effetti limitati sul tasso di cambio dell'euro. Anche il conflitto armato nei Balcani ha contribuito all'indebolimento dell'euro, per la conseguente atmosfera di generale incertezza sui mercati. Il deprezzamento dell'euro registrato in aprile è stato, tuttavia, più lento rispetto a quello osservato nei primi tre mesi del 1999. All'inizio di maggio, l'euro si è apprezzato nei confronti del dollaro, invertendo l'andamento negativo registrato in aprile. L'inversione è collegabile soprattutto all'ottimismo dei mercati, determinato dalle aspettative circa una possibile conclusione in tempi brevi della guerra in Kosovo. Il 6 maggio la quotazione dell'euro era pari a 1,08 dollari, lo stesso livello dei primi di aprile.

Figura 10

Tassi di cambio

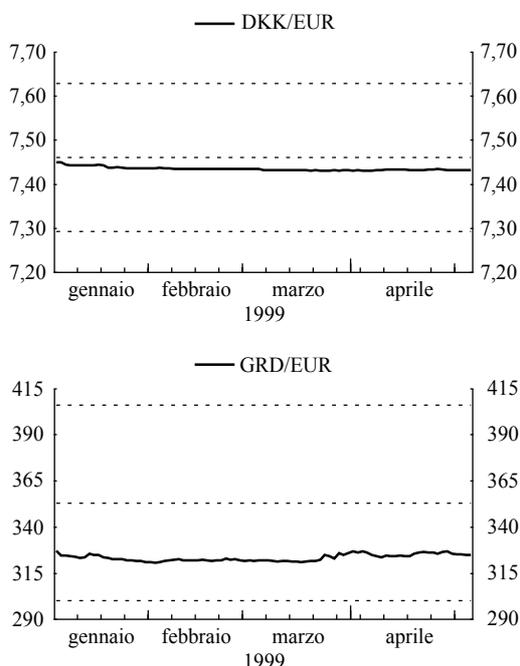
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

In aprile lo yen ha continuato a fluttuare in misura significativa, rafforzandosi nei confronti dell'euro e della maggior parte delle altre principali monete. L'apprezzamento dello yen è legato, innanzi tutto, alle aspettative dei mercati circa un miglioramento delle prospettive economiche e, in particolare, di quelle relative ai ricavi di alcuni settori dell'industria nipponica. Queste aspettative hanno contribuito a generare significativi flussi di capitale verso il Giappone, sostenendo in tal modo l'andamento dello yen. All'inizio di maggio, tuttavia, l'euro si è rafforzato nei confronti della moneta nipponica, raggiungendo il 6 maggio i 131 yen, livello non molto diverso da quello dei primi di aprile.

Nel mese di aprile l'euro si è indebolito anche nei confronti della sterlina inglese, per poi rafforzarsi all'inizio di maggio. La minore ampiezza dell'apprezzamento rispetto a quella nei confronti del dollaro implica un lieve apprezzamento

Figura 11**Tassi di cambio nello SME II***(dati giornalieri)*

Fonte: BCE.

Nota: le linee orizzontali indicano la parità centrale e le rispettive bande di oscillazione ($\pm 2,25\%$ per la corona danese e $\pm 15\%$ per la dracma greca).

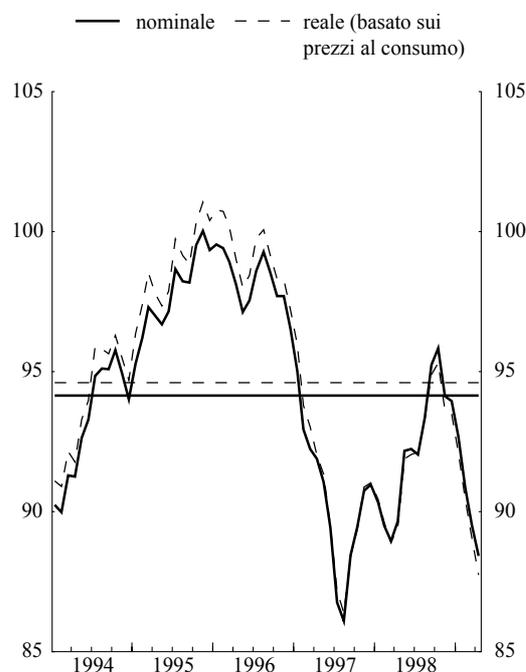
della sterlina nei confronti del dollaro, attribuibile al miglioramento delle prospettive dell'economia inglese e all'aumento dei prezzi del petrolio. Il 6 maggio la quotazione dell'euro era pari a 0,66 sterline. In aprile e all'inizio di maggio l'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile nei confronti del franco svizzero, attorno al livello di 1,60 franchi.

Anche le valute che rientrano nel nuovo meccanismo di cambio, lo SME II, sono rimaste sostanzialmente stabili nei confronti dell'euro (cfr. figura 11). La corona danese si è mantenuta entro una fascia di oscillazione molto ristretta (tra 7,43 e 7,45 corone danesi per euro) fin dal 4 gennaio 1999, su un livello apprezzato di circa lo 0,3 per cento rispetto alla parità centrale. Per quanto riguarda la dracma greca, si sono registrate variazioni più ampie, entro una fascia compresa tra 321 e 327 dracme, riflettendo la maggiore ampiezza della fascia di oscillazione e la maggiore variabilità delle prospettive economiche, dei tassi di interesse e dei corsi azionari in Grecia rispetto a quelli dell'area dell'euro; in media, dal 4 gennaio 1999 la dracma

greca si è mantenuta in posizione apprezzata di circa il 9 per cento rispetto alla parità centrale.

Per quanto riguarda gli altri partner commerciali, è interessante notare che il miglioramento delle prospettive economiche per le regioni asiatiche, Giappone escluso, ha determinato un significativo apprezzamento delle relative monete e che l'aumento del prezzo del petrolio e di altre materie prime ha contribuito al rafforzamento del dollaro australiano, del dollaro canadese e della corona norvegese.

In termini nominali effettivi, il tasso di cambio dell'euro si è indebolito dell'1,4 per cento nel mese di aprile, per rafforzarsi dell'1,3 per cento all'inizio di maggio. Il 6 maggio esso era inferiore di circa il 6 per cento rispetto al livello registrato al momento del varo della moneta unica, il 4 gennaio 1999 (cfr. figura 12). Il rallentamento del deprezzamento dell'euro nel mese di aprile e la successiva ripresa dei primi giorni di

Figura 12**Tassi di cambio effettivi dell'area dell'euro¹⁾***(medie mensili; indice 1990 = 100)*

Fonte: BRI.

1) I dati riportati sono elaborazioni della BRI; per informazioni riguardo alla metodologia utilizzata, si veda la 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 nel periodo riportato.

maggio possono far ritenere che le divergenze nelle prospettive della congiuntura nell'area dell'euro e di quella dei paesi suoi principali partner abbiano avuto minore influenza sul più recente andamento del tasso di cambio.

Continua il saldo positivo delle partite correnti

In aprile sono stati diffusi i dati mensili aggiornati sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. Queste statistiche sono state predisposte dalla BCE sulla base di dati sulle transazioni intercorse con paesi non partecipanti all'area dell'euro, forniti dalle BCN. I dati ora disponibili sono mensili e riguardano il 1998 e i primi due mesi del 1999 (cfr. riquadro 2).

Secondo questi dati, nel 1998 la bilancia delle partite correnti dell'area dell'euro ha registrato un saldo positivo di 67 miliardi di ECU, pari all'1,2 per cento del PIL, risultante da avanzi nella bilancia dei beni e in quella dei servizi, pari rispettivamente a 122,1 e a 3,1 miliardi di ECU, e disavanzi in quelle dei redditi e dei trasferimenti correnti, pari rispettivamente a 12,6 e a 45,5 miliardi di ECU (cfr. tavola 7).

Considerando insieme gennaio e febbraio 1999, l'avanzo delle partite correnti dell'area dell'euro ammontava a 3,7 miliardi di euro, circa 3,3 miliardi in più rispetto agli stessi mesi del 1998. Tale risultato è imputabile principalmente al minore disavanzo registrato nella bilancia dei trasferimenti correnti.

Nei primi due mesi del 1999 l'avanzo della bilancia commerciale dell'area dell'euro è stato pari a

11,2 miliardi di euro, circa 1,7 miliardi in meno rispetto al periodo corrispondente del 1998, distribuito quasi equamente tra gennaio e febbraio. Nello stesso periodo, il valore delle esportazioni è stato pari a 111,2 miliardi di euro (circa l'8,0 per cento in meno rispetto allo stesso periodo del 1998), confermando il calo già indicato alla fine del 1998 dalle statistiche sugli scambi commerciali (cfr. la tavola 9 nella sezione: *Statistiche dell'area dell'euro* in questo Bollettino). Il rallentamento delle esportazioni è dovuto soprattutto all'indebolimento della domanda estera. Il valore delle importazioni ha registrato in gennaio e febbraio un calo di circa 8 miliardi di euro, il 7,4 per cento in meno rispetto al periodo corrispondente del 1998, soprattutto a causa della diminuzione dei prezzi del petrolio e delle materie prime.

Il saldo della bilancia dei servizi ha registrato un disavanzo di 1,9 miliardi di euro nei primi due mesi del 1999, circa 1 miliardo in meno rispetto al disavanzo dello stesso periodo dell'anno precedente. I flussi di redditi netti hanno registrato un saldo negativo di 1,5 miliardi di euro, 1,1 miliardi in meno rispetto al periodo corrispondente del 1998. I trasferimenti correnti a non residenti costituiscono la maggiore componente del disavanzo e compensano parzialmente gli avanzi ottenuti nel commercio di beni; nei mesi di gennaio e febbraio il disavanzo per la voce trasferimenti correnti è stato di 4,1 miliardi di euro, di circa 2,8 miliardi inferiore a quello relativo al corrispondente periodo del 1998. La bilancia di parte corrente, che è la somma del conto corrente e del conto capitale, è risultata in avanzo di 6,4 miliardi di euro, con un miglioramento di circa 2,6 miliardi di euro rispetto al corrispondente periodo del 1998.

Riquadro 2

La bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro e le riserve internazionali dell'Eurosistema: aspetti metodologici

Le statistiche mensili sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, predisposte dalla BCE, sono pubblicate per la prima volta in questo numero del Bollettino mensile (cfr. tavole 8.1-8.5 nella sezione: *Statistiche dell'area dell'euro*). Un comunicato stampa contenente le medesime statistiche è stato diffuso dalla BCE il 30 aprile. Le statistiche riportano dati mensili dal 1998 riguardanti le principali componenti dell'intera bilancia dei pagamenti dell'area.

Dal prossimo luglio la BCE pubblicherà anche una bilancia dei pagamenti trimestrali dell'area dell'euro, con una maggiore articolazione delle principali componenti del conto finanziario (investimenti diretti, investimenti di portafoglio, derivati, altri investimenti e riserve ufficiali) e dei redditi da capitale.

Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro sono compilate aggregando le transazioni lorde dei residenti nell'area dell'euro con non residenti sulla base dei dati comunicati dagli 11 paesi partecipanti. Non sono considerate le transazioni tra residenti degli Stati membri. Per motivi statistici, le istituzioni dell'Unione europea (esclusa la BCE) sono assimilate ai soggetti non residenti. Gli aggregati della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro potrebbero, in linea di principio, essere ottenuti sommando i saldi netti delle bilance dei pagamenti dei singoli Stati membri partecipanti. In pratica tuttavia, come riportato nel primo numero del Bollettino mensile, questo non consentirebbe di risalire agli importi lordi e originerebbe significative discrepanze a livello di area.

I concetti e le definizioni utilizzati nelle statistiche riguardanti la bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero dell'area dell'euro (quest'ultima sarà pubblicata il prossimo autunno, con riferimento agli stock di fine 1998) sono basati su standard comunemente utilizzati a livello europeo e internazionale: quelli della quinta edizione del Manuale della bilancia dei pagamenti dell'FMI (ottobre 1993) e delle regole metodologiche operative adottate dalla BCE (Indirizzo della BCE del 1° dicembre 1998: ECB/1998/17) e dalla Commissione europea (Eurostat). Queste regole hanno raggiunto un notevole grado di armonizzazione nei diversi Paesi. In quanto segue si fornisce una breve descrizione delle singole voci.

Nel conto corrente le transazioni sono registrate quando si crea, si scambia, si trasferisce o si distrugge valore economico. I *beni* sono registrati al momento del trasferimento della proprietà; si deve osservare che la voce beni della bilancia dei pagamenti (tavole 8.1 e 8.2) non è del tutto confrontabile con quella riportata nelle statistiche sul commercio con l'estero (cfr. la tavola 9 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*) a causa di differenze nella definizione, nel grado di copertura e nei tempi di registrazione. I servizi sono registrati secondo la loro effettiva erogazione; i *redditi* sono generalmente registrati secondo il criterio della competenza economica. I redditi includono quelli da lavoro dipendente e da capitale. I *trasferimenti correnti* sono registrati alla data in cui si verificano le transazioni sottostanti; essi consistono di tutti i trasferimenti unilaterali esclusi quelli in conto capitale, che vengono registrati nel (nuovo) *conto capitale*.

Nel conto finanziario sono inclusi gli *investimenti diretti e di portafoglio* e gli *altri investimenti*, sulla base degli afflussi/deflussi netti di attività e passività nei confronti dei non residenti. Inoltre, le variazioni nette dei saldi intra-SEBC nei confronti delle BCN degli Stati membri non partecipanti, che sono generalmente il risultato di pagamenti transfrontalieri eseguiti tramite TARGET, sono inclusi su base netta dal lato delle attività dell'Eurosistema, nella voce relativa agli altri investimenti, a partire dal 1999. I *derivati* sono registrati su base netta e presentati separatamente dalla voce investimenti di portafoglio. I flussi netti associati ai derivati sui tassi di interesse sono registrati come derivati anziché come flussi di interessi, in conformità con i recenti accordi internazionali.

Le *riserve ufficiali* dell'area dell'euro comprendono le attività altamente liquide e negoziabili verso non residenti, detenute dalla BCE e dalle BCN partecipanti, denominate in valuta estera (cioè valute diverse dall'euro e dalle sue denominazioni nazionali), l'oro, i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva detenute presso il FMI dalle BCN partecipanti.

La definizione delle riserve ufficiali dell'Eurosistema è in linea con i principi guida dell'FMI, che possono differire dai principi contabili utilizzati nei bilanci consolidati dell'Eurosistema (cfr. tavola 1.1.). Le riserve dell'Eurosistema sono contabilizzate su base lorda senza alcuna compensazione con le passività ad esse connesse. Le posizioni presentate nella tavola 8.6 sono valutate ai prezzi di mercato.

I dati precedenti al 1999 per le statistiche di bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, pubblicati dalla BCE, sono altresì basati sulle transazioni esterne all'area e sono espressi in ECU. La scomposizione tra le transazioni interne e quelle esterne al settore delle IFM nell'ambito della voce altri investimenti è parzialmente stimata; pertanto, i flussi relativi agli altri investimenti del settore delle IFM dell'area dell'euro per il 1998 non sono del tutto confrontabili con quelli per il 1999.

Le variazioni delle riserve dell'area dell'euro precedenti il 1999 sono somme di dati nazionali e includono strumenti emessi da altri residenti dell'area dell'euro; esse non sono, pertanto, confrontabili con le cifre relative alle riserve dell'Eurosistema dal 1999 in poi. Problemi di confrontabilità derivanti dal metodo di compilazione si verificano anche per i dati precedenti il 1999 riguardanti gli investimenti di portafoglio e gli strumenti finanziari derivati.

Ulteriori informazioni relative alla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro sono disponibili sul sito web della BCE.

Tavola 7

Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro¹⁾

(miliardi di euro, miliardi di ECU per il 1998 (dati non destagionalizzati))

	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999
		gen.	feb.	gen. + feb.	gen.	feb.	gen. + feb.
		Differenza in assoluto dal periodo precedente					
Conto corrente (a)	67,0	-0,2	3,9	3,7	2,2	1,1	3,3
crediti	1277,8	94,3	93,7	188,0	-10,3	-7,2	-17,6
debiti	1210,7	94,5	89,8	184,4	-12,5	-8,3	-20,8
Beni	122,1	4,0	7,2	11,2	-0,9	-0,8	-1,7
crediti	779,4	53,0	58,1	111,2	-5,6	-4,2	-9,7
debiti	657,3	49,0	50,9	99,9	-4,6	-3,4	-8,0
Servizi	3,1	-1,3	-0,6	-1,9	1,0	-0,0	1,0
crediti	247,6	14,5	16,0	30,5	-4,0	-1,6	-5,6
debiti	244,4	15,8	16,6	32,4	-5,0	-1,6	-6,6
Redditi	-12,6	-1,3	-0,2	-1,5	0,6	0,6	1,1
crediti	190,2	14,2	14,3	28,4	-0,4	-0,8	-1,3
debiti	202,9	15,5	14,4	29,9	-1,0	-1,4	-2,4
Trasferimenti unilaterali correnti	-45,5	-1,6	-2,6	-4,1	1,6	1,3	2,8
crediti	60,6	12,6	5,3	18,0	-0,4	-0,6	-1,0
debiti	106,1	14,2	7,9	22,1	-1,9	-1,9	-3,8
Conto capitale (b)	12,6	2,7	0,0	2,7	-0,1	-0,6	-0,6
crediti	17,6	3,1	0,5	3,6	0,0	-0,4	-0,4
debiti	5,0	0,5	0,5	1,0	0,1	0,2	0,3
Saldo delle partite correnti (a) + (b)	79,7	2,5	3,9	6,4	2,1	0,5	2,6
Conto finanziario	7,9	11,8	6,7	18,6	-1,7	24,4	22,6
Investimenti diretti	-100,2	-5,2	-2,0	-7,2	-0,1	2,5	2,5
attività	-177,9	-11,6	-5,4	-17,0	-1,8	9,6	7,8
passività	77,7	6,3	3,4	9,8	1,7	-7,0	-5,4
Investimenti di portafoglio	-90,8	8,1	-16,8	-8,7	10,1	6,0	16,1
attività	-307,1	-17,2	-19,8	-37,0	3,5	31,3	34,8
passività	216,3	25,3	3,0	28,2	6,6	-25,3	-18,8
Derivati	-8,3	-2,1	-0,2	-2,4	-0,4	-1,0	-1,3
Altri investimenti	198,9	13,6	21,2	34,7	-6,4	8,3	1,8
attività	-37,0	-59,2	20,4	-38,8	-44,9	34,5	-10,3
passività	235,8	72,8	0,7	73,5	38,4	-26,3	12,1
Riserve ufficiali	8,3	-2,4	4,6	2,2	-4,9	8,6	3,6
Errori ed omissioni	-87,6	-14,3	-10,6	-24,9	-0,4	-24,8	-25,3

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature possono derivare da arrotondamenti.

L'andamento dei flussi finanziari

Nel 1998 i movimenti di capitale della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro hanno registrato esportazioni nette di capitali per investimenti diretti e di portafoglio pari rispettivamente a 100,2 e 90,8 miliardi di ECU. La maggior parte del deflusso netto per investimenti di portafoglio è stata generata da transazioni in obbligazioni e altri titoli. Per contro, un forte afflusso netto di capitali,

pari a 198,9 miliardi di euro, è stato registrato nel conto relativo agli altri investimenti ed è derivato, soprattutto, da un incremento delle passività verso l'estero delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema). La mancata registrazione di alcuni deflussi, soprattutto tra gli investimenti di portafoglio e gli altri investimenti, può avere contribuito a generare sostanziali errori e omissioni nei dati mensili, che sono risultati pari

a un ammontare negativo di 87,6 miliardi di ECU nel 1998.

I flussi finanziari nei primi due mesi del 1999 sono stati caratterizzati da andamenti contrastanti. A gennaio, gli investimenti di portafoglio hanno registrato un afflusso netto di 8,1 miliardi di euro, ascrivibile soprattutto a elevati acquisti netti di obbligazioni e altri titoli da parte di investitori non residenti. Questo andamento è coerente con il fenomeno della "rincorsa alla qualità", registrato al momento della crisi brasiliana, e con il tasso di cambio dell'euro relativamente forte, prevalso nella prima metà di gennaio.

In febbraio, in forte contrasto con quanto avvenuto nel mese precedente, gli investimenti

di portafoglio hanno registrato un deflusso netto di 16,8 miliardi di euro, relativamente elevato, a causa del massiccio acquisto di obbligazioni e di altri titoli emessi da non residenti, in presenza di un differenziale di interesse relativamente ampio tra i titoli di Stato a lungo termine statunitensi e quelli corrispondenti dell'area dell'euro. I flussi connessi con transazioni su titoli azionari hanno registrato un sostanziale pareggio a gennaio e a febbraio. Il conto degli altri investimenti ha registrato un significativo afflusso, che si è riflesso in un ulteriore deterioramento della posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro, escluso l'Eurosistema. Nei primi due mesi del 1999 i deflussi netti per investimenti diretti sono stati contenuti (5,2 miliardi a gennaio e 2,0 miliardi a febbraio).

L'assetto operativo dell'Eurosistema: descrizione e prime valutazioni

Nei primi numeri del Bollettino mensile della BCE sono stati pubblicati diversi articoli che illustravano le caratteristiche della strategia di politica monetaria perseguita dall'Eurosistema nell'espletamento della propria funzione istituzionale: il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Tale strategia si basa su due pilastri. Il primo è costituito dall'assegnazione di un ruolo di primo piano alla moneta, attraverso l'indicazione di un valore di riferimento quantitativo per il tasso di crescita di un aggregato monetario; il secondo consiste in una valutazione di ampio respiro delle prospettive per i prezzi, riguardante sia il loro andamento sia i rischi per la loro stabilità. L'assetto operativo determina le modalità con cui vengono messe in atto le varie misure necessarie all'attuazione delle decisioni di politica monetaria. Gli strumenti fondamentali dell'assetto operativo dell'Eurosistema sono le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e il sistema di riserva obbligatoria. In questo articolo sono descritte le principali caratteristiche dell'assetto operativo e viene fornita una valutazione preliminare del suo utilizzo nei primi tre periodi di mantenimento della riserva obbligatoria dall'inizio dell'Unione monetaria, vale a dire per il periodo dal 1° gennaio al 23 aprile 1999.

L'esperienza maturata finora mostra che l'assetto operativo dell'Eurosistema costituisce un efficace strumento per la manovra dei tassi di interesse del mercato monetario, limitandone la variabilità e mettendo la Banca centrale europea (BCE) in grado di segnalare al mercato, in modo appropriato, l'orientamento della politica monetaria. Le operazioni di rifinanziamento principali hanno svolto le funzioni loro assegnate: fornire indicazioni sull'orientamento della politica monetaria, manovrare i tassi di interesse di mercato monetario, erogare gran parte della liquidità necessaria al sistema bancario. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine hanno assicurato al sistema un flusso aggiuntivo stabile di liquidità con scadenza a tre mesi. Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti hanno limitato efficacemente le oscillazioni dei tassi di mercato overnight. La possibilità di mobilitare la riserva obbligatoria ha contribuito ad attenuare le variazioni della liquidità giornaliera, non rendendo necessario effettuare operazioni di regolazione fine (fine-tuning). Questi sviluppi, insieme con il fatto che il ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti è rimasto quasi sempre contenuto, dimostrano che i partecipanti al mercato monetario dell'area dell'euro si sono adattati bene al nuovo assetto operativo.

I Le componenti principali dell'assetto operativo

Il ruolo dell'assetto operativo nella conduzione della politica monetaria

L'assetto operativo si può definire come l'insieme degli strumenti utilizzati da una banca centrale per determinare le condizioni di liquidità e la manovra dei tassi di interesse prevalenti sul mercato monetario. Le istituzioni creditizie in surplus di liquidità possono scambiare fondi sul mercato con quelle in deficit, per periodi normalmente di durata variabile tra un giorno (overnight) e un anno. A livello aggregato, il sistema bancario dell'area dell'euro presenta un deficit e dunque deve poter contare sul rifinanziamento da parte dell'Eurosistema. In tali circostanze, l'Eurosistema agisce, al margine, in qualità di fornitore di liquidità e può pertanto manovrare i tassi di interesse e trasmettere gli impulsi di politica monetaria lungo la curva dei rendimenti. L'attività di regolazione della liquidità si inserisce nel contesto della strategia complessiva di

politica monetaria, che include l'indicazione del valore di riferimento per il tasso di crescita degli aggregati monetari.

Un fattore essenziale per la trasmissione degli impulsi di politica monetaria è rappresentato dall'omogeneità delle condizioni prevalenti sul mercato monetario. Per questa ragione, è importante che i partecipanti al mercato siano in grado di effettuare transazioni con controparti situate in tutta l'area, in modo tale da sfruttare potenziali possibilità di arbitraggio ed evitare che esistano differenziali tra i tassi di interesse nei paesi dell'area. Di conseguenza, l'esistenza di sistemi di pagamento efficienti e sicuri per tutta l'area ha un rilievo centrale nel permettere l'attuazione della politica monetaria in modo efficace e fluido (cfr. la descrizione del ruolo di TARGET nel riquadro I).

Tutte le decisioni riguardanti la conduzione della politica monetaria sono prese dagli organi deci-

sionali della BCE. Tuttavia la responsabilità degli aspetti pratici, come l'esecuzione delle operazioni di mercato aperto e la gestione delle operazioni su iniziativa delle controparti e del sistema di riserva obbligatoria, è decentrata alle banche centrali nazionali.

Il ricorso agli strumenti che fanno parte dell'assetto operativo trova rappresentazione nel bilancio consolidato dell'Eurosistema, pubblicato su base settimanale. Il lato dell'attivo di bilancio mostra, tra l'altro, gli strumenti attraverso cui la banca centrale fornisce liquidità al sistema bancario, mentre il lato del passivo elenca quelli che assorbono liquidità dal sistema. Le voci di bilancio al di fuori del controllo diretto delle autorità di politica monetaria, aventi tuttavia impatto sul livello di liquidità, sono generalmente definite "fattori autonomi" (per esempio, depositi di enti pubblici presso l'Eurosistema e banconote in circolazione). La loro valutazione riveste particolare importanza per una corretta comprensione delle modalità di ricorso agli strumenti di politica monetaria. Per questo motivo, la pubblicazione su base settimanale del bilancio consolidato dell'Eurosistema riveste un ruolo rilevante nella comunicazione al pubblico di informazioni relative alla politica monetaria.

Questo paragrafo passa in rassegna le principali caratteristiche degli strumenti che costituiscono l'assetto operativo dell'Eurosistema. Una presentazione dettagliata di questi strumenti si può trovare nel rapporto della BCE: *La politica monetaria unica nella Terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC* (settembre 1998).

Le operazioni di mercato aperto

Nell'ambito della strategia di politica monetaria, le operazioni di mercato aperto ricoprono un ruolo importante nella manovra dei tassi di interesse e nella gestione della liquidità sul mercato. L'Eurosistema fornisce gran parte della liquidità al sistema bancario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Si tratta di operazioni di mercato aperto effettuate con regolarità, mediante aste con frequenza settimanale e con scadenza di due settimane. Liquidità aggiuntiva viene fornita con le operazioni

di rifinanziamento a più lungo termine, effettuate regolarmente con frequenza mensile e scadenza di tre mesi. Per semplicità, ci si riferirà a tali operazioni con i termini di "aste settimanali" e "aste mensili", rispettivamente.

Entrambe sono eseguite con procedure di asta standard. Nell'ambito dell'assetto operativo dell'Eurosistema, questo termine indica le aste eseguite in un intervallo temporale di 24 ore dal loro annuncio alla comunicazione dei risultati, rispettando una sequenza nota anticipatamente. Tutte le controparti che soddisfano i criteri di idoneità stabiliti dalla BCE possono partecipare a queste operazioni. L'Eurosistema può eseguire aste standard a tasso fisso o a tasso variabile. Nel primo caso, il tasso di interesse è fissato anticipatamente dall'Eurosistema e le controparti partecipanti presentano richieste che specificano la quantità di moneta che desiderano scambiare al tasso stabilito. Nel secondo caso, le controparti presentano richieste che specificano sia la quantità, sia il tasso a cui si desidera effettuare lo scambio. Un'ulteriore distinzione è applicabile alle aste a tasso variabile. Nelle aste condotte attraverso una procedura a tasso di interesse unico viene applicato a tutte le richieste soddisfatte il tasso marginale, vale a dire il più basso tra quelli indicati nelle richieste accettate. Se si adotta invece una procedura a tasso multiplo, il tasso di interesse al quale ogni richiesta viene soddisfatta è quello proposto dal soggetto richiedente.

L'Eurosistema può scegliere di effettuare le aste settimanali secondo la modalità a tasso variabile o quella a tasso fisso. Per le aste mensili si utilizza invece, di norma, la modalità a tasso variabile. Inoltre, per le aste mensili viene generalmente preannunciato il volume complessivo che si intende fornire (o assorbire) con l'operazione, a differenza di quanto avviene per quelle settimanali. Ciò significa che, in un'asta settimanale, l'Eurosistema ha l'opzione di stabilire direttamente il tasso di interesse applicabile (se sceglie la modalità a tasso fisso) o di influenzarne il livello indirettamente, fissando il volume dei fondi assegnati per soddisfare le richieste delle istituzioni creditizie (se sceglie la modalità a tasso variabile). Per questo, le aste settimanali costituiscono uno strumento di importanza fondamentale per la manovra dei tassi di interesse. In un'asta mensile,

al contrario, l'Eurosistema di norma non influenza il tasso di interesse poiché accetta quello che viene fissato nell'asta a tasso variabile, vale a dire quello a cui le richieste delle istituzioni creditizie eguagliano la quantità da collocare preannunciata.

L'Eurosistema può anche fare ricorso, quando è necessario, a operazioni di *fine-tuning*, con l'obiettivo di attenuare le oscillazioni del tasso di interesse, in particolare quando queste siano legate a fluttuazioni impreviste della liquidità. Data questa finalità, le operazioni di *fine-tuning* sono effettuate, qualora se ne ravvisasse la necessità, mediante aste veloci (della durata di un'ora dal loro annuncio alla comunicazione dei risultati) o con procedure bilaterali, e coinvolgono un numero ristretto di controparti. Inoltre, l'Eurosistema può effettuare operazioni strutturali, per modificare la propria posizione netta nei confronti del sistema bancario, aventi un orizzonte temporale più lungo. Queste possono essere attuate mediante operazioni temporanee, operazioni definitive di acquisto e vendita di attività o emissione di certificati di debito.

Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

L'Eurosistema attua la politica monetaria anche fissando i tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, finalizzate all'erogazione o all'assorbimento di liquidità overnight. Le controparti possono fare ricorso al rifinanziamento marginale per ottenere dalle banche centrali nazionali, a fronte di attività idonee, liquidità overnight, oppure per effettuare depositi overnight presso le banche centrali nazionali. Tutte le controparti che soddisfano i criteri di idoneità possono accedere a queste operazioni, senza alcuna limitazione, benché la BCE, in particolari circostanze, abbia la possibilità di imporre restrizioni o di modificarne le condizioni di utilizzo. Inoltre, nel caso del rifinanziamento marginale, le controparti devono fornire un adeguato ammontare di titoli in garanzia. I tassi di interesse sulle operazioni su iniziativa delle controparti formano un corridoio che di norma limita le oscillazioni del tasso di mercato overnight e possono essere utilizzati per segnalare l'orientamento della politica monetaria nel medio termine.

Il sistema di riserva obbligatoria

L'Eurosistema impone agli istituti di credito dell'area dell'euro un obbligo di riserva. Esso deve essere rispettato con riferimento alla giacenza media nel periodo di mantenimento, che va dal ventiquattresimo giorno di ciascun mese al ventitreesimo del mese successivo (l'espressione mobilizzazione della riserva viene usata per indicare la possibilità di soddisfare l'obbligo di riserva in media). In via transitoria, tuttavia, l'inizio del primo periodo di mantenimento dell'Unione monetaria è stato fissato al 1° gennaio e il termine al 23 febbraio 1999.

Una prima funzione fondamentale del sistema di riserva obbligatoria è quella di stabilizzazione dei tassi di interesse del mercato monetario. Il meccanismo di mobilizzazione della riserva permette alle banche di assorbire le fluttuazioni giornaliere del fabbisogno di liquidità, dato che il surplus registrato in una determinata giornata (l'ammontare di riserve in eccesso rispetto all'obbligo medio) può essere compensato con il deficit di un'altra giornata, durante lo stesso periodo di mantenimento. Ciò consente alle banche di approfittare di situazioni in cui il tasso di interesse overnight si trovi al di sopra di quello atteso per il resto del periodo di mantenimento per erogare prestiti al mercato, incorrendo conseguentemente in un deficit di riserve, e di situazioni in cui succede l'opposto per prendere a prestito fondi dal mercato, registrando così un surplus nel conto di riserva. In teoria, funzionando per il sistema bancario nel suo insieme, questo meccanismo dovrebbe assicurare l'uguaglianza tra il livello corrente e quello atteso del tasso overnight, in quanto qualsiasi differenza tra i due si configurerebbe come un'opportunità di profitto; per questo motivo, la possibilità di compensare i surplus con i deficit nel conto di riserva è spesso equiparata alla possibilità di effettuare un "arbitraggio intertemporale". Questa attività di arbitraggio stabilizza il tasso di interesse overnight durante il periodo di mantenimento, in modo che la banca centrale non sia costretta a intervenire frequentemente sul mercato monetario. Se risultasse necessario effettuare tali interventi di frequente e con finalità disparate, l'efficienza operativa della politica monetaria potrebbe essere messa a repentaglio, in quanto potrebbero diventare confusi i segnali che la banca centrale invia al mercato con le proprie azioni.

Una seconda funzione rilevante assegnata al sistema di riserva obbligatoria è quella di ampliare il fabbisogno strutturale di liquidità da parte del sistema bancario. Benché una banca centrale sia in grado di operare anche in situazioni in cui, nell'aggregato, si registra un surplus di liquidità, l'esperienza ha mostrato che l'esistenza di un deficit di liquidità migliora la capacità della banca centrale di manovrare i tassi di mercato. L'obbligo per le istituzioni creditizie di detenere riserve presso le banche centrali nazionali contribuisce a incrementare la domanda di rifinanziamento presso la banca centrale ed è coerente con il ruolo di primo piano assegnato agli strumenti regolari di erogazione di liquidità nell'assetto operativo dell'Eurosistema.

Gli obblighi di riserva sono determinati deducendo una franchigia pari a 100.000 euro dall'ammontare risultante applicando un'aliquota del 2 per cento a determinate poste del bilancio delle banche. Il mantenimento della riserva obbligatoria è remunerato a un tasso corrispondente a quello medio applicato nelle aste settimanali durante il periodo di mantenimento. Questo tasso dovrebbe, di norma, risultare prossimo a quelli di mercato, attenuando in maniera considerevole tanto l'aggravio di costi imposto al settore privato dal sistema di riserva obbligatoria, quanto gli effetti che esso potrebbe avere sulla posizione competitiva delle banche dell'area dell'euro.

Riquadro I

La partecipazione alle operazioni di politica monetaria e il loro regolamento

Controparti autorizzate

Le controparti autorizzate a partecipare alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema (operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e operazioni di mercato aperto) devono soddisfare determinati criteri di idoneità. In particolare, sono controparti autorizzate solo le istituzioni soggette all'obbligo di riserva. I criteri di idoneità sono uniformi per tutta l'area dell'euro e sono definiti in modo tale da permettere a un ampio ventaglio di istituzioni l'accesso a tali operazioni, migliorandone in tal modo la parità di trattamento e assicurando il rispetto di determinati requisiti operativi e prudenziali.

In base all'articolo 19.1 dello Statuto del SEBC, tutti gli istituti di credito dell'area dell'euro (secondo la definizione fornita dall'articolo 1 della Prima direttiva di coordinamento bancario) sono soggetti all'obbligo di riserva. La BCE ha la possibilità, tuttavia, di esonerare da tale obbligo le istituzioni assoggettate a procedure di liquidazione o di riorganizzazione. Allo stesso modo possono essere esonerate, benché non su basi discriminatorie, altre categorie di istituzioni, se l'imposizione dell'obbligo a queste ultime non risultasse essenziale per il raggiungimento degli obiettivi del sistema di riserva obbligatoria. Alla data del 23 aprile 1999 nessuna banca risultava esonerata dall'obbligo di riserva.

La BCE mette a disposizione del pubblico sul proprio sito Internet (www.ecb.int) un elenco delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), aggiornato l'ultimo giorno lavorativo di ogni mese. Nella definizione di IFM sono compresi gli enti creditizi e altri istituti finanziari, la cui attività consiste nell'accettare dal pubblico depositi e/o loro sostituti assimilabili e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti mobiliari per proprio conto (almeno in termini economici). L'elenco specifica quali IFM appartengono alla categoria degli istituti di credito soggetti all'obbligo di riserva e quali sono invece esonerate. Le controparti possono fare riferimento a tale elenco qualora desiderino determinare se l'istituzione verso la quale sono indebitate è soggetta o meno all'obbligo e, pertanto, se la corrispondente passività deve essere o meno soggetta all'aliquota del 2 per cento.

Alla fine di marzo, il numero totale delle IFM era pari a 10.833 unità, di cui 8.249 erano istituti di credito. Appena poco più di un terzo soddisfaceva tutti i requisiti necessari per partecipare alle operazioni di politica monetaria. Dato che, in media, il numero delle istituzioni creditizie che hanno partecipato direttamente alle aste settimanali si è avvicinato alle 800 unità, ne consegue che circa una su tre si è effettivamente avvalsa di questa possibilità.

Attività stanziabili

Tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema devono essere adeguatamente garantite. Allo scopo di assicurare sia la parità di trattamento delle controparti, sia l'efficienza operativa, le attività, per essere stanziabili, devono conformarsi ad alcuni criteri uniformi. Allo stesso tempo, deve essere prestata la dovuta attenzione alle differenze esistenti nelle strutture finanziarie degli Stati membri. Per questo si opera una distinzione, essenzialmente per finalità interne all'Eurosistema, tra due categorie di attività stanziabili per le operazioni di politica monetaria. Le attività di primo livello consistono in strumenti di debito negoziabili che soddisfano criteri di idoneità uniformi per tutta l'area dell'euro, stabiliti dalla BCE. Le attività di secondo livello consistono in altri tipi di strumenti, negoziabili e non, ritenuti di particolare importanza nei mercati finanziari e nei sistemi creditizi nazionali e per i quali sono stati stabiliti dalle rispettive BCN i criteri di idoneità, conformemente ai criteri minimi di stanziabilità indicati dalla BCE. Non vi è alcuna distinzione tra le attività appartenenti ai due livelli per quel che riguarda la loro ammissibilità ai diversi tipi di operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, salvo per il fatto che solo le attività di primo livello, normalmente, sono utilizzate dall'Eurosistema nelle operazioni definitive. Inoltre, le controparti possono fare uso di qualsiasi attività di primo e di secondo livello per effettuare transazioni transfrontaliere (si veda sotto).

La BCE mette a disposizione del pubblico sul proprio sito Internet l'elenco delle attività stanziabili per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema, che include tutte le attività di primo livello e quelle di secondo livello negoziabili. L'elenco è aggiornato settimanalmente. Alla fine dello scorso marzo, per le operazioni di politica monetaria e per finalità connesse con il sistema dei pagamenti erano disponibili attività negoziabili di primo e di secondo livello del valore complessivo di 5.200 miliardi di euro circa. La maggior parte di queste attività (oltre il 97 per cento) consisteva in titoli di primo livello. Per quanto riguarda la loro composizione, il 76 per cento era rappresentato da titoli pubblici, il 18 per cento da titoli emessi da enti creditizi e la restante parte (meno del 6 per cento) da titoli emessi da imprese non finanziarie e dalle banche centrali. Per quanto riguarda la tipologia delle attività stanziabili, il 91 per cento era costituito da obbligazioni o altri titoli di credito a medio termine; l'8 per cento circa era rappresentato da titoli a breve, mentre azioni e altre attività negoziabili rappresentavano una percentuale trascurabile (0,2 per cento per ogni categoria).

TARGET: un sistema di pagamento per l'area dell'euro

Una politica monetaria unica per l'area dell'euro richiede che nel mercato monetario prevalgano condizioni di tasso di interesse uniformi. Perché ciò avvenga gli enti creditizi devono avere la possibilità e gli incentivi per gestire efficientemente la loro liquidità, e devono poter eseguire facilmente e rapidamente operazioni di arbitraggio in tutta l'area. Ciò, a sua volta, richiede l'esistenza di un sistema di pagamento integrato, che assicuri un trasferimento sicuro e tempestivo dei fondi tra gli operatori.

A questo scopo è stato progettato e sviluppato un sistema per i pagamenti nell'area dell'euro, chiamato TARGET (acronimo dell'espressione Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer, cioè sistema di trasferimento trans-europeo automatizzato espresso con regolamento lordo in tempo reale). Questo è costituito da 15 sistemi di regolamento lordo in tempo reale a livello nazionale, oltre alla procedura di pagamento della BCE, interrelati tra loro in modo da fornire una piattaforma uniforme per il trattamento dei trasferimenti transfrontalieri. Il sistema è finalizzato in primo luogo al regolamento delle operazioni di politica monetaria e delle transazioni interbancarie di importo rilevante, ma può anche gestire pagamenti di importo limitato, ivi incluse le transazioni transfrontaliere al dettaglio. La BCE ha pubblicato sul proprio sito Web un opuscolo che illustra dettagliatamente il funzionamento del sistema TARGET.

L'utilizzo transfrontaliero delle garanzie

Una caratteristica della fase di realizzazione della politica monetaria unica è rappresentata dal fatto che le controparti sono in grado di utilizzare, nelle operazioni con la banca centrale, attività a garanzia indipendentemente da dove queste si trovino, purché siano localizzate all'interno dell'area dell'euro. A questo scopo, l'Eurosistema ha messo a punto un meccanismo chiamato Modello delle banche centrali corrispondenti (MBCC), che consente l'utilizzo a garanzia di attività stanziabili per le operazioni di politica monetaria su base transfrontaliera. Con questo meccanismo, le controparti sono in grado di ottenere finanziamenti dalla banca centrale dello Stato membro in cui hanno sede utilizzando garanzie situate in un altro Stato membro. La BCE ha pubblicato un opuscolo, sul proprio sito web, che spiega il funzionamento del meccanismo.

2 Il funzionamento dell'assetto operativo nei primi mesi dell'Unione monetaria

Decisioni sui tassi di interesse

Il 22 dicembre 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha fissato i tassi di interesse per le prime operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema. Il tasso di interesse a cui sarebbero state condotte le aste settimanali, offerte con modalità a tasso fisso, è stato stabilito al 3 per cento, livello ritenuto appropriato per il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro e in linea con i tassi di riferimento prevalenti presso le principali banche centrali dell'area al termine della Seconda fase. Inoltre, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale è stato fissato al 4,5 per cento e quello sui depositi overnight presso la banca centrale al 2 per cento. Tuttavia, come misura transitoria, per il periodo tra il 4 gennaio (primo giorno lavorativo nell'Unione monetaria) e il 21 gennaio è stato stabilito che il corridoio delimitato dai tassi d'interesse sulle operazioni su iniziativa delle controparti avrebbe avuto un'ampiezza ristretta: il tasso di interesse sul rifinanziamento marginale è stato fissato al 3,25 per cento e quello sui depositi overnight al 2,75 per cento. Questa decisione mirava ad agevolare, nei primi giorni dell'Unione monetaria, l'adeguamento degli operatori alle nuove caratteristiche del

mercato monetario nell'area dell'euro (cfr. riquadro 2). Il Consiglio direttivo ha anche deciso di offrire la prima asta mensile a tasso variabile, ricorrendo alla procedura a tasso unico, ritenuta più semplice e idonea ad agevolare l'adeguamento del sistema bancario.

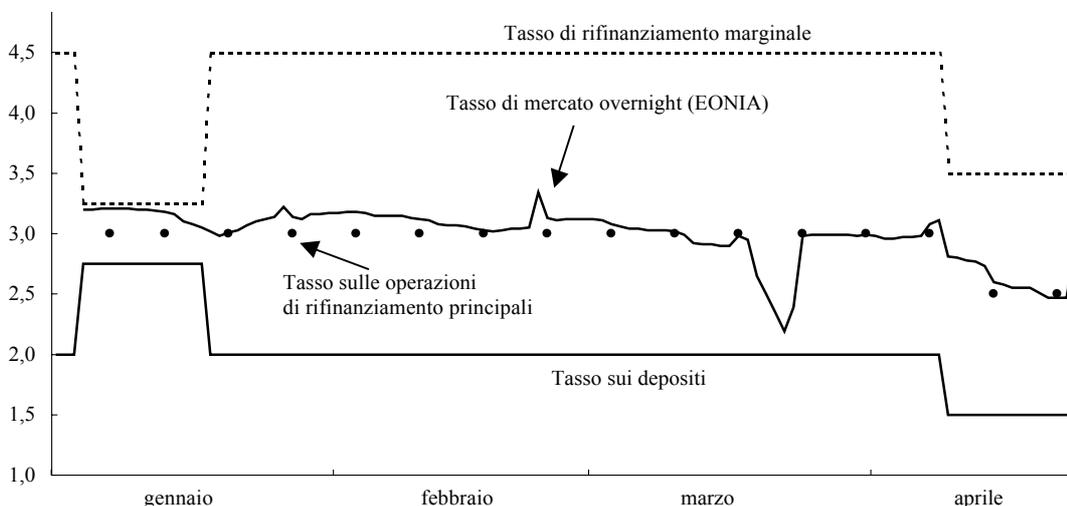
Confermando le proprie valutazioni iniziali, il Consiglio direttivo ha deciso, nelle riunioni di gennaio, febbraio e marzo, di mantenere invariate le condizioni a cui si erano svolte le aste settimanali: le aste a tasso fisso avrebbero pertanto continuato a essere offerte al 3 per cento, mentre il tasso applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti, a partire dal 22 gennaio, sarebbe restato rispettivamente pari al 2 e al 4,5 per cento (cfr. figura 1).

L'8 aprile il Consiglio direttivo ha fissato il tasso di interesse sulle aste settimanali della BCE al 2,5 per cento, a partire da quelle da regolare il 14 aprile. Inoltre, il tasso sul rifinanziamento marginale è stato ridotto al 3,5 per cento e quello sui depositi presso la banca centrale all'1,5 per cento, con effetto dal 9 aprile. La decisione di ridurre i tassi è stata presa sulla base di una valutazione degli sviluppi futuri incentrata, in particolare, sulle prospettive

Figura 1

Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse di mercato overnight (EONIA): 1° gennaio - 23 aprile 1999

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Riquadro 2

La transizione dalla Seconda alla Terza fase dell'UEM

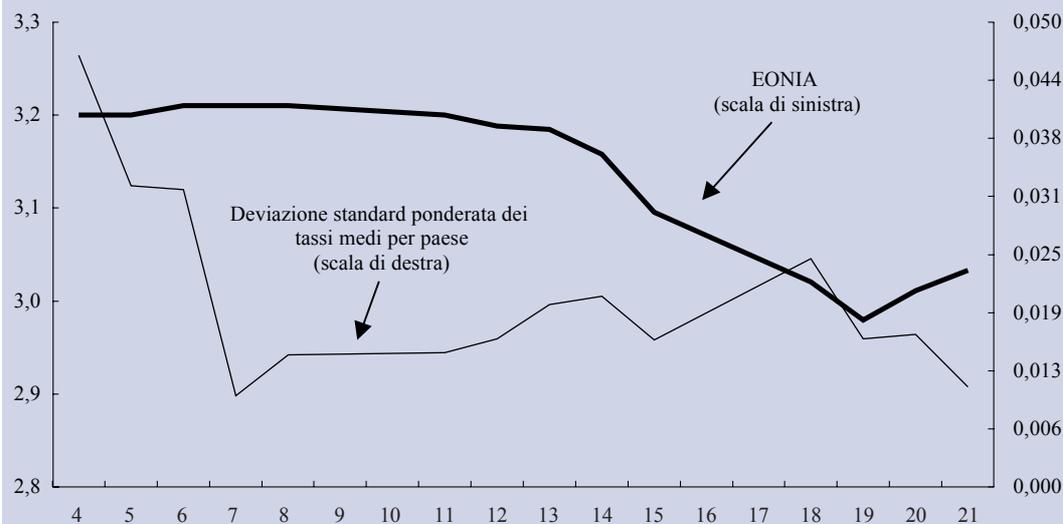
Il ricorso temporaneo a un corridoio ristretto per i tassi di interesse

La decisione di ridurre a 50 punti base (50 centesimi di punto percentuale) l'ampiezza del "corridoio" delimitato dai tassi d'interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti per il periodo dal 4 al 21 gennaio 1999 ha tenuto in considerazione il fatto che sarebbe stato necessario agli operatori dell'area dell'euro un certo periodo di tempo per adattarsi al nuovo assetto.

L'esperienza ha confermato la validità di quella decisione e l'adeguatezza di un periodo di transizione di tre settimane. Tra il 4 e il 13 gennaio il tasso di interesse overnight, misurato con l'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), si è mantenuto vicino al 3,2 per cento, in prossimità del livello del 3,25 per cento allora applicabile alle operazioni di rifinanziamento marginale, ma ha registrato una variabilità su base giornaliera assai limitata. Inoltre, la dispersione dei tassi segnalati dalle istituzioni creditizie del gruppo EONIA (misurata con la deviazione standard dei tassi medi dei singoli paesi) è stata relativamente elevata nelle giornate del 4, 5 e 6 gennaio, stabilizzandosi, tuttavia, successivamente, a un livello inferiore.

Tasso di interesse di mercato overnight (EONIA) e sua dispersione: 4 - 21 gennaio 1999

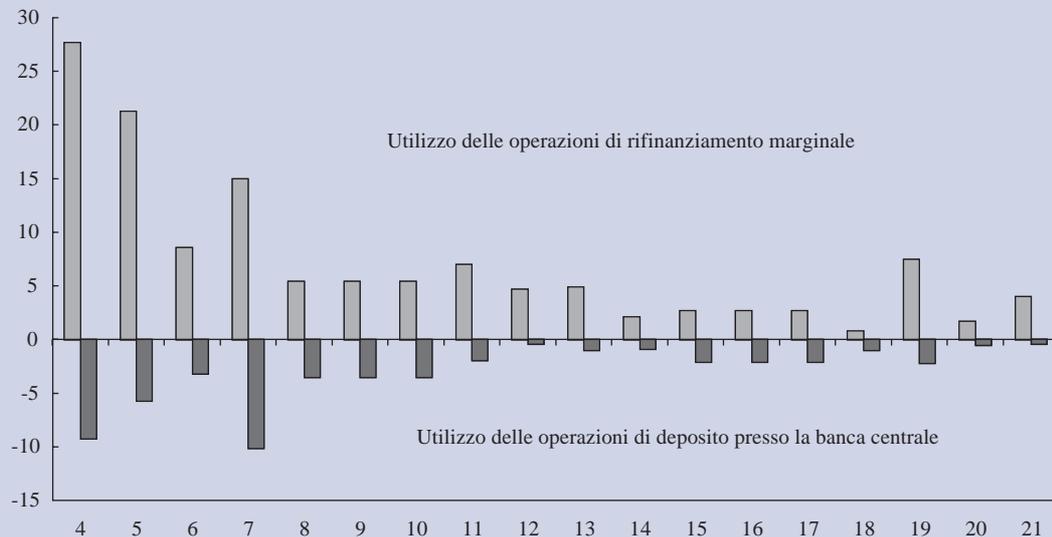
(tasso di interesse espresso come valore percentuale in ragione annua; dati giornalieri)



Fonte: elaborazioni della BCE su dati forniti dalle istituzioni di credito incluse nel gruppo EONIA.

Inoltre, il ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti è stato considerevole durante la prima settimana lavorativa dell'Unione monetaria, facendo ritenere che le istituzioni creditizie preferissero pagare un premio per effettuare transazioni con l'Eurosistema piuttosto che accedere direttamente al mercato; ha registrato tuttavia un declino fin dalla seconda settimana, stabilizzandosi a livelli ancora più bassi a partire dalla terza. Come ulteriore misura temporanea, la BCE ha deciso di ritardare di un'ora (dalle 18 alle 19) la chiusura giornaliera del sistema TARGET nel periodo dall'11 al 29 gennaio 1999, per agevolare il corretto espletamento delle operazioni di regolamento di fine giornata.

Ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti: 4 - 21 gennaio 1999
(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

L'estinzione delle operazioni di politica monetaria iniziate dalle banche centrali nazionali nel corso della Seconda fase

Il credito erogato al sistema bancario dell'area dell'euro dalle banche centrali nazionali attraverso le operazioni di mercato aperto durante la Seconda fase e ancora in essere all'inizio della Terza fase ammontava a 182 miliardi di euro, escludendo le operazioni definitive di acquisto e vendita di attività e l'emissione di certificati di debito. Queste operazioni sono giunte gradualmente a scadenza durante le prime settimane di gennaio. In media esse hanno favorito al sistema 53 miliardi di euro al giorno in gennaio e 31 miliardi al giorno nel corso del primo periodo di mantenimento, iniziato il 1° gennaio e terminato il 23 febbraio.

La sostituzione graduale dei rifinanziamenti erogati dalle banche nazionali con quelli erogati dall'Eurosistema ha avuto lo scopo di contribuire a uno svolgimento ordinato del processo di transizione del mercato all'Unione monetaria. In particolare, essa ha permesso all'Eurosistema di non intervenire sul mercato aperto durante le prime tre giornate lavorative del 1999, prima della data fissata per il regolamento della prima asta settimanale. Inoltre, in una fase di perduranti incertezze sul grado di integrazione del mercato dell'euro, i sistemi creditizi nazionali sono stati messi in grado di ottenere un ammontare di liquidità in linea con le loro esigenze di rifinanziamento all'inizio dell'Unione monetaria.

di medio termine per l'inflazione e sulla loro compatibilità con la definizione di stabilità dei prezzi data dall'Eurosistema.

I risultati delle aste

Tra i risultati delle 16 operazioni di rifinanziamento principali effettuate nei primi tre periodi di mantenimento dell'Unione monetaria si possono individuare modalità e caratteristiche differenti. Nelle prime 10 operazioni, compresa quella regolata il 10 marzo, il numero delle controparti è stato di circa 1000 unità (cfr. tavola I). Inoltre, il rapporto tra l'ammontare totale

aggiudicato e quello richiesto (la cosiddetta "percentuale di riparto") è diminuito in maniera costante dal 15 per cento circa della prima asta settimanale fino al 6-7 per cento circa. L'elevata partecipazione e le percentuali di riparto basse e decrescenti sono state coerenti con il significativo differenziale positivo esistente tra il tasso di mercato e quello del 3 per cento allora applicato alle aste settimanali. Ciò ha incentivato le banche a indebitarsi con l'Eurosistema invece che sul mercato.

Nelle tre aste settimanali successive, per contro, il numero delle richieste è diminuito costante-

mente, scendendo a 403 unità il 31 marzo. La percentuale di riparto, che aveva toccato il minimo del 6,1 per cento nell'operazione regolata il 3 marzo, è dapprima salita al 13,1 per cento nell'operazione regolata il 17 marzo, raggiungendo poi il 32,9 per cento nell'operazione regolata il 31 marzo. Il mutamento registrato dall'andamento delle richieste è stato una conseguenza della scelta, adottata dall'Eurosistema nel corso del secondo periodo di mantenimento, di fornire abbondanti quantitativi di liquidità. Così facendo, il differenziale tra il tasso di mercato e quello del 3 per cento applicato alle aste settimanali è diminuito, fino a cambiare di segno; inoltre, l'attesa di una decisione del Consiglio direttivo di ridurre in tempi brevi i tassi di interesse ha indotto a un ulteriore, significativo mutamento del comportamento in asta, quando, durante l'asta settimanale con regolamento il 7 aprile, l'ammontare totale delle richieste si è mantenuto per la prima volta al di sotto di quello previsto dalla BCE (cfr. anche il paragrafo riguardante la gestione della liquidità). In quella occasione, pertanto, tutte le richieste presentate sono state soddisfatte. Il comportamento in asta ha indicato chiaramente che le controparti avevano anticipato la dimi-

nuzione del costo del rifinanziamento presso la banca centrale che sarebbe avvenuta la settimana successiva. Nelle due aste successive, effettuate al tasso fisso del 2,50 per cento, il rapporto di collocamento si è stabilizzato attorno all'8 per cento.

Tutte le aste mensili sono state offerte con modalità a tasso variabile, in conformità con la regola generale secondo la quale l'Eurosistema non intende inviare segnali al mercato con queste operazioni e agisce, pertanto, da *rate-taker*. Per garantire il rapido raggiungimento di una situazione in cui la sostituzione della quantità di liquidità offerta mediante le aste mensili avvenisse in modo regolare, le prime tre aste di questo tipo, tutte regolate il 14 gennaio, sono state offerte con scadenze, rispettivamente, di 42, 70 e 105 giorni (cfr. tavola 2). Ciascuna di esse ammontava a 15 miliardi di euro, cosicché il volume di 45 miliardi è stato raggiunto già nel corso del primo mese dell'Unione monetaria.

Per le aste mensili regolate il 14 gennaio e il 25 febbraio 1999 è stata adottata la procedura a tasso unico. Si è fatto invece ricorso alla procedura a tasso multiplo, più orientata al mercato, dall'asta

Tavola 1

Operazioni di rifinanziamento principale: 1° gennaio - 23 aprile 1999

(miliardi di euro; tassi di interesse espressi come valore percentuale in ragione annua)

Data di regolamento dell'operazione	Numero totale delle controparti	Ammontare totale delle richieste (a)	Ammontare totale collocato (b)	(b) ÷ (a) x 100	Tasso di interesse applicato %	EONIA ¹⁾ %
7 gen.	944	481,6	75,0	15,6	3,00	3,20
13 gen.	1.068	563,4	48,0	8,5	3,00	3,19
20 gen.	966	593,4	59,0	9,9	3,00	2,98
27 gen.	1.038	689,5	69,0	10,0	3,00	3,22
3 feb.	998	757,7	62,0	8,2	3,00	3,18
10 feb.	1.041	911,3	65,0	7,1	3,00	3,13
17 feb.	914	896,1	62,0	6,9	3,00	3,04
24 feb.	983	991,1	78,0	7,9	3,00	3,34
3 mar.	965	1.100,8	67,0	6,1	3,00	3,11
10 mar.	928	950,4	75,0	7,9	3,00	3,03
17 mar.	665	335,2	44,0	13,1	3,00	2,90
24 mar.	554	372,6	102,0	27,4	3,00	2,39
31 mar.	403	118,7	39,0	32,9	3,00	2,98
7 apr.	302	67,4	67,4	100,0	3,00	2,98
14 apr.	841	781,7	67,0	8,6	2,50	2,73
21 apr.	713	612,3	50,0	8,2	2,50	2,47
Media	833	639,0	64,3	10,1	2,94	2,99

Fonte: BCE.

1) Tutti i tassi EONIA si riferiscono al giorno di presentazione delle richieste.

Tavola 2**Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: 1° gennaio - 23 aprile 1999***(miliardi di euro; tassi di interesse espressi come valore percentuale in ragione annua)*

Data di regolamento dell'operazione (scadenza in numero di giorni)	Numero totale delle controparti	Ammontare totale delle richieste (a)	Ammontare totale collocato (b)	(b) ÷ (a) × 100	Tasso di interesse applicato		Per memoria: Tasso di mercato ¹⁾
					Tasso marginale	Tasso medio ponderato	
14 gennaio (42 giorni)	466	79,8	15,0	18,8	3,13	—	3,21
14 gennaio (70 giorni)	311	39,3	15,0	38,2	3,10	—	3,20
14 gennaio (105 giorni)	329	46,2	15,0	32,5	3,08	—	3,19
25 febbraio (91 giorni)	417	77,3	15,0	19,4	3,04	—	3,08
25 marzo (98 giorni)	269	53,7	15,0	27,9	2,96	2,97	3,01
Media	358	59,3	15,0	25,3	3,06	2,97	3,14

Fonte: BCE.

1) EURIBOR a un mese per l'asta regolata il 14 gennaio 1999 con scadenza di 42 giorni; EURIBOR a due mesi per l'asta regolata il 14 gennaio 1999 con scadenza di 70 giorni; EURIBOR a tre mesi per l'asta regolata il 14 gennaio 1999 con scadenza di 105 giorni e per le aste regolate il 25 febbraio e il 25 marzo 1999. Tutti i tassi si riferiscono alla giornata in cui sono state presentate le richieste.

mensile regolata il 25 marzo, anche in considerazione del fatto che il sistema bancario dell'area dell'euro sembrava essersi adattato bene al nuovo assetto operativo.

L'andamento delle richieste da parte del sistema bancario ha mostrato una certa variabilità anche per le aste mensili; non è possibile tuttavia identificare una tendenza chiara. Il numero delle controparti, in media di poco superiore alle 350 unità, ha oscillato tra un minimo di 269 e un massimo di 466. L'ammontare totale delle richieste è variato tra i 39 e gli 80 miliardi di euro, mentre l'ammontare assegnato è stato costante, pari a 15 miliardi.

Nelle aste mensili finora effettuate il tasso di interesse marginale risultante si è mantenuto tra i 4 e gli 11 punti base al di sotto di quello di mercato di riferimento (EURIBOR, il tasso interbancario dell'area dell'euro) per scadenze analoghe. Questo differenziale può riflettere il margine di profitto associato all'intermediazione nei confronti del mercato monetario, oltre che i premi per il rischio di credito o per altri tipi di rischio, l'esistenza dei quali tende a spostare verso l'alto i tassi di mercato rispetto al livello in corrispondenza del quale le controparti sono disposte a effettuare scambi con la banca centrale.

La gestione della liquidità: aspetti generali

La gestione della liquidità e l'associata manovra dei tassi di interesse di mercato rappresentano l'anello iniziale della catena di trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Gli aspetti tecnici della gestione della liquidità sono influenzati dalle caratteristiche peculiari dell'assetto operativo. Nel caso dell'Eurosistema, l'esistenza di un periodo di mantenimento mensile e l'offerta di aste settimanali rappresentano due fattori fondamentali per la gestione della liquidità. Le decisioni riguardo ai volumi delle aste settimanali sono adottate per far sì che con queste operazioni si compensi il deficit di liquidità del sistema bancario e siano manovrati efficacemente i tassi di interesse di mercato. Ciò implica una valutazione delle condizioni di liquidità durante l'intero periodo di mantenimento e una considerazione congiunta di vari fattori: l'obbligo di riserva; l'ammontare aggregato detenuto sui conti di riserva dal sistema bancario dell'area dall'inizio del periodo di mantenimento; l'ammontare del rifinanziamento erogato mediante aste mensili e altre operazioni di politica monetaria in essere; le informazioni disponibili all'Eurosistema sul probabile andamento dei

"fattori autonomi" e, infine, l'esigenza di detenere riserve eccedenti quelle obbligatorie.

Si possono mettere in evidenza due aspetti fondamentali della gestione complessiva della liquidità dell'Eurosistema. In primo luogo, l'impatto sulla liquidità di una data decisione di aggiudicazione non può essere valutato solo in base allo specifico volume dell'asta settimanale o mediante un confronto con la corrispondente operazione in scadenza: esso dipende, piuttosto, dalle condizioni generali di liquidità. In secondo luogo, la banca centrale agisce in condizioni di incertezza: a causa di shock imprevedibili, le previsioni riguardanti i differenti fattori che influenzano la liquidità sono inevitabilmente soggette a un margine di errore. A posteriori, infatti, la condizione di liquidità registra uno scostamento, talora significativo, da quanto previsto nel momento in cui viene presa la decisione per l'asta settimanale. Tuttavia, nell'ambito dell'assetto operativo dell'Eurosistema tali scostamenti hanno normalmente un impatto ridotto sul tasso overnight, in quanto la mobilitazione della riserva obbligatoria consente di assorbire shock di liquidità imprevedibili senza che sia necessario attendere l'asta settimanale successiva per compensarli. Ciò nondimeno, fluttuazioni imprevedibili della liquidità possono determinare una maggiore variabilità del tasso overnight negli ultimi giorni del periodo di mantenimento, dopo l'ultima asta settimanale.

La gestione della liquidità nei primi mesi dell'Unione monetaria

Nel primo periodo di mantenimento della riserva obbligatoria, iniziato il 1° gennaio e terminato il 23 febbraio 1999, la fornitura di liquidità, misurata dal valore cumulato delle riserve detenute dall'inizio del periodo, ha registrato alcune lievi oscillazioni attorno al valore necessario al sistema bancario, nell'aggregato, per soddisfare l'obbligo di riserva (cfr. figura 2). Nei primi giorni della Terza fase, tali oscillazioni sono state causate dall'assorbimento del deficit di liquidità accumulatosi al termine della Seconda fase, nel passaggio dai sistemi di riserva obbligatoria e di conduzione delle operazioni di politica monetaria gestiti dalle banche centrali nazionali a quelli gestiti dall'Eurosistema. Nei giorni successivi, le fluttuazioni hanno riflesso un andamento di quei "fattori

autonomi" che non era stato previsto dall'Eurosistema. Complessivamente, la media giornaliera dei saldi cumulati sul conto di riserva del sistema ha raggiunto un minimo di un miliardo di euro in meno e un massimo di 4 miliardi di euro in più rispetto all'ammontare dovuto, escludendo i primissimi giorni di gennaio. L'EONIA, che in media, durante questo periodo di mantenimento, è stato pari al 3,13 per cento (vale a dire, 13 punti base in più rispetto al tasso applicato nelle aste settimanali del periodo), è oscillato tra il 3,00 e il 3,20 per cento nella maggior parte dei casi e ha raggiunto il livello massimo del 3,34 per cento il 23 febbraio, ultimo giorno del periodo di mantenimento, riflettendo così una carenza di liquidità nel sistema bancario legata al rispetto degli obblighi di riserva.

Nel secondo periodo di mantenimento delle riserve, dal 24 febbraio al 23 marzo 1999, l'iniezione di liquidità ha mirato a mettere le controparti nella condizione di accumulare posizioni di ampio surplus di riserve nella prima parte del periodo di mantenimento: una politica di gestione della liquidità di questo tipo viene spesso definita di anticipo (*front-loading*). La media giornaliera dei saldi cumulati sul conto di riserva si è mantenuta tra 0 e 3 miliardi di euro in più rispetto all'ammontare obbligatorio durante la prima settimana e la differenza è aumentata fino a raggiungere il livello di 7 miliardi in più nei giorni successivi all'asta settimanale regolata il 3 marzo. Di conseguenza, nei primi 10 giorni di marzo l'EONIA è gradualmente sceso verso il 3,00 per cento, valore corrispondente al tasso applicato alle aste settimanali. Nella settimana successiva, dall'11 al 18 marzo, l'EONIA si è mantenuto tra il 2,90 e il 3,00 per cento, chiudendo a 2,50 per cento nel corso delle ultime giornate del periodo di mantenimento. Nel corso del secondo periodo di mantenimento, l'EONIA medio è stato pari al 2,94 per cento.

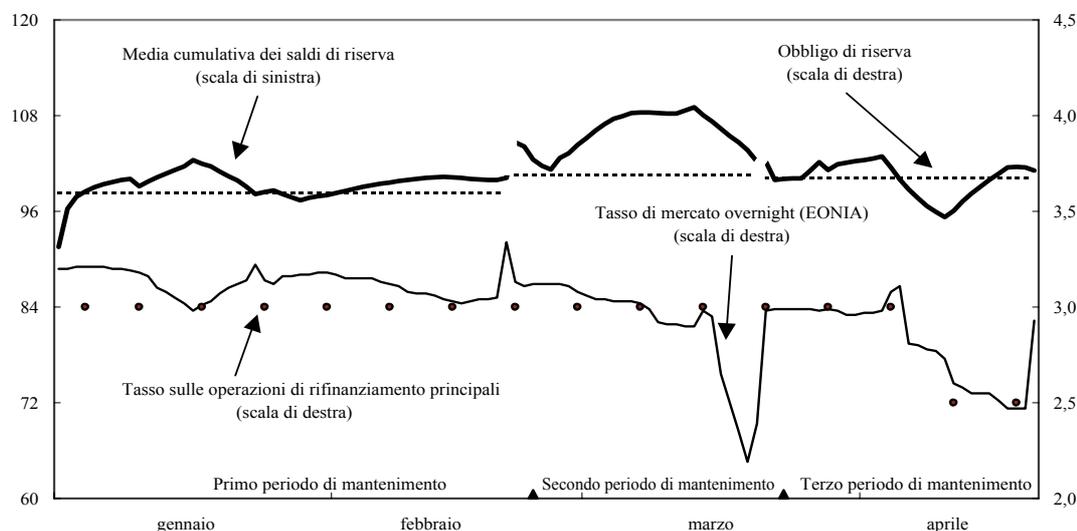
Anche nel terzo periodo di mantenimento (tra il 24 marzo e il 23 aprile 1999) è stata adottata una politica di moderato anticipo. L'EONIA è stato prossimo al tasso del 3 per cento applicato all'asta settimanale offerta nella prima parte di questo periodo, scendendo talora leggermente al di sotto, in un contesto di limitato accumulo di riserve, la cui media giornaliera cumulata non ha

superato l'obbligo di più di 3 miliardi di euro. Questo andamento, prevalso fino al 6 aprile, potrebbe essere stato influenzato dalle aspettative di mercato riguardanti la riduzione dei tassi di interesse da parte della BCE prima del termine del periodo di mantenimento. Inoltre, a differenza di quanto accaduto nel precedente periodo di mantenimento, in questo periodo gli operatori potrebbero avere scontato un sistematico eccesso di liquidità. In uno scenario di forti aspettative di riduzione dei tassi da parte del Consiglio direttivo della BCE nella riunione dell'8 aprile, l'ammontare totale delle richieste presentate all'asta regolata il 7 aprile è stato, come già osservato, relativamente limitato. La conseguenza immediata di questo andamento delle richieste è stata la generazione di una certa carenza di liquidità che si è mantenuta fino al 14 aprile, data di regolamento dell'asta settimanale successiva. L'EONIA ha registrato un livello del 3,10 per cento prima della riduzione del tasso di interesse, e si è successivamente aggiustato solo gradualmente al nuovo livello del 2,5 per cento. Nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento l'EONIA è salito fino a quota 2,93 per cento, riflettendo una carenza di liquidità sul mercato. Nel terzo periodo di mantenimento, il tasso EONIA medio è stato pari al 2,82 per cento.

Come già notato in precedenza, l'arbitraggio intertemporale tende a uguagliare il tasso di inte-

resse overnight corrente con quello atteso per il resto del periodo di mantenimento, che dovrebbe essere in linea con il tasso applicato all'asta settimanale. In pratica, tuttavia, il tasso overnight può deviare dal tasso d'asta, nonostante le aspettative di mercato, a causa di numerosi fattori. In primo luogo, le banche sono generalmente avverse al rischio. Per questo motivo esse possono essere indotte ad accelerare l'assolvimento del proprio obbligo di riserva durante il periodo di mantenimento, anche se ciò implica la richiesta di finanziamenti a un costo relativamente elevato all'inizio del periodo, nel caso in cui la banca centrale non adotti una politica di gestione della liquidità di anticipo. In secondo luogo, le istituzioni creditizie, comprese quelle di maggiori dimensioni, devono fare fronte, in ultima istanza, a un limite alla propria operatività posto dalle linee di credito stabilite dalle loro controparti. Di conseguenza, esse non sono disponibili ad accettare che il livello delle riserve detenute si discosti in modo considerevole da quello obbligatorio, nonostante la possibilità di lucrare profitti da operazioni di arbitraggio. Infine, potrebbe essere intervenuto qualche altro fattore contingente, specialmente nelle prime settimane dell'Unione monetaria, durante le quali gli istituti di credito erano in fase di adattamento al nuovo assetto operativo, e nel periodo successivo all'incidente verificatosi il 29 gennaio presso una componente nazionale del

Figura 2
Posizione di liquidità del sistema bancario, tasso di mercato overnight e tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali: 1° gennaio - 23 aprile 1999
(miliardi di euro e valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

sistema TARGET. Date queste condizioni, le istituzioni creditizie possono avere manifestato riluttanza a operare sul mercato, a causa delle incertezze sul comportamento delle controparti e sul regolamento delle transazioni. Questo può avere ostacolato la circolazione dei fondi nel sistema bancario, spingendo verso l'alto i tassi di interesse.

Operazioni di *fine-tuning* e operazioni strutturali

Nei primi mesi del 1999, l'Eurosistema ha ritenuto non necessario il ricorso a operazioni di *fine-tuning* o di natura strutturale. La decisione di non ricorrere a operazioni di *fine-tuning* è una conseguenza dell'andamento sostanzialmente costante dei tassi di interesse overnight, turbato solo da fenomeni episodici di variabilità al termine dei periodi di mantenimento (cfr. riquadro 3). Tale circostanza trova facile spiegazione in un contesto come quello dell'Eurosistema: al termine del periodo di mantenimento, gli istituti di credito non possono ulteriormente differire il rispetto dell'obbligo di riserva. Tuttavia, ogni episodio di variabilità tende a essere riassorbito all'inizio del nuovo periodo di mantenimento e in questo modo non ha, generalmente, un impatto rilevante sulle scadenze più lunghe della curva dei rendimenti.

Queste osservazioni fanno anche ritenere che il sistema di riserva obbligatoria abbia assolto con successo a una delle sue funzioni: quella di stabilizzare i tassi di interesse di mercato. Il risultato è stato ottenuto con la fissazione di un adeguato livello dell'obbligo di riserva e grazie a una efficace manovra delle riserve da parte delle istituzioni creditizie fin dai primi giorni dell'Unione monetaria.

Non sono state necessarie operazioni strutturali, data la posizione di deficit strutturale del sistema bancario dell'area dell'euro (vale a dire, la posizione nei confronti dell'Eurosistema al netto delle operazioni di politica monetaria) alla fine della Seconda fase e dato l'ampliamento del deficit determinato dal sistema di riserva obbligatoria. In effetti, come confermato dall'esperienza dei primi mesi dell'Unione monetaria, il deficit è stato sufficientemente ampio da rendere le istitu-

zioni creditizie largamente dipendenti dalla creazione di liquidità mediante operazioni di mercato aperto. Per questo motivo l'Eurosistema non ha ritenuto necessario ricorrere a misure aggiuntive di ampliamento del deficit.

Differenze tra i saldi detenuti nei conti correnti e l'obbligo di riserva

In teoria non dovrebbe esistere alcuna differenza tra l'ammontare medio detenuto nei conti di riserva dall'insieme delle banche dell'area e la riserva dovuta. I saldi di conto corrente detenuti in eccedenza rispetto al livello dovuto non sono infatti remunerati, mentre i fondi impiegati mediante operazioni di deposito overnight presso la banca centrale sono remunerati al tasso fissato dalla BCE per questo tipo di operazioni. Tuttavia, nella pratica si è osservata una discrepanza in ciascuno dei tre periodi di mantenimento considerati. Nel primo periodo, la giacenza media giornaliera sui conti di riserva è stata pari a 100,2 miliardi di euro, 2 miliardi in più rispetto alla riserva dovuta di 98,2 miliardi. Nel secondo periodo, l'eccedenza è stata pari a 1,6 miliardi (corrispondente alla differenza tra 102,2 e 100,6 miliardi di euro). Infine, nel terzo periodo essa è stata pari a 1,0 miliardi (corrispondente alla differenza tra 101,1 e 100,1 miliardi di euro).

Come illustrato nel numero di aprile di questo Bollettino (pp. 15-16), circa la metà della differenza tra le giacenze correnti sui conti di riserva e il livello dovuto può essere giustificata dall'esistenza di una serie di elementi: a) saldi di conto corrente detenuti da controparti che di fatto non sono soggette all'obbligo di riserva perché l'ammontare della loro riserva obbligatoria risulta inferiore alla franchigia di 100.000 euro; b) saldi di conto corrente detenuti da operatori che partecipano in forma remota al sistema di pagamento Euro Access Frankfurt (EAF); c) saldi di conto corrente detenuti da controparti che assolvono ai propri obblighi di riserva indirettamente, attraverso un'altra istituzione creditizia, ma che continuano a essere titolari di un conto corrente aperto presso la banca centrale, a cui fanno ricorso per il trasferimento di fondi. La restante differenza può essere attribuita a riserve eccedenti, vale a dire a saldi detenuti dalle controparti sui propri conti correnti in eccesso rispetto all'ammontare dovuto.

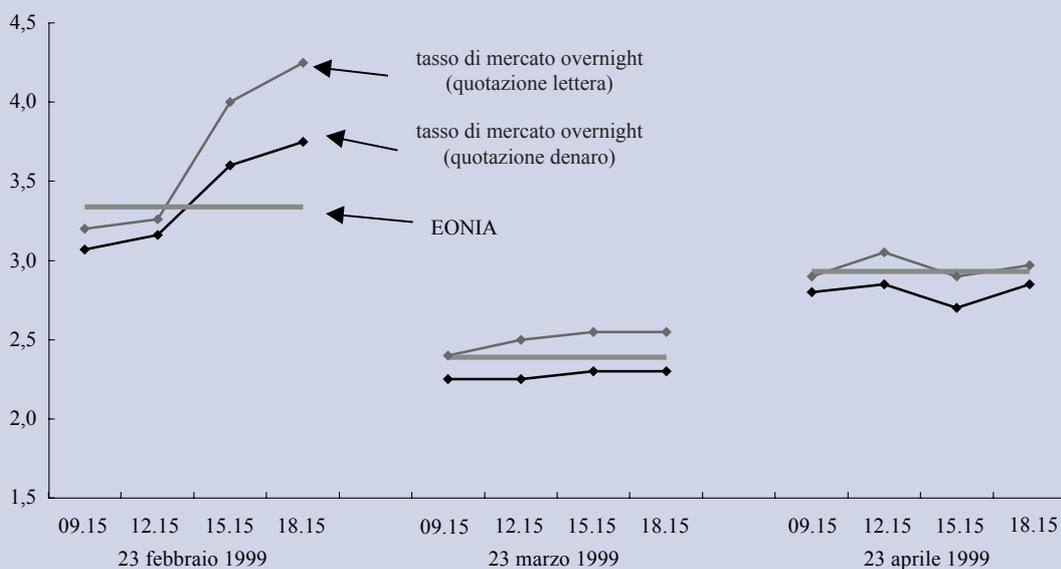
Riquadro 3

L'andamento del mercato nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento

Nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, il meccanismo di mobilitazione della riserva media non è più in grado di assolvere alla funzione di stabilizzazione del tasso di interesse overnight, il quale può, pertanto, registrare un'accresciuta variabilità. Questa si può manifestare in due modi. In primo luogo, il livello medio del tasso di interesse overnight nell'ultimo giorno di un periodo di mantenimento potrebbe differire in modo considerevole da quello prevalente negli altri giorni del periodo. In secondo luogo, nel corso dell'ultimo giorno il tasso di interesse overnight si avvicina progressivamente a quello applicato alla categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti necessarie affinché il sistema bancario nel suo complesso possa assolvere ai propri obblighi di riserva. La prima circostanza è stata già descritta nel testo principale di questo saggio. Qui è invece interessante fermare l'attenzione sul fenomeno della variabilità infragiornaliera, in modo da valutare quanto rapidamente le informazioni riguardanti il fabbisogno netto di liquidità del sistema creditizio si diffondano sul mercato dell'euro nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento.

La figura riportata qui di seguito mostra le quotazioni denaro e lettera dei tassi di interesse overnight in diversi momenti dell'ultimo giorno dei primi tre periodi di mantenimento (rispettivamente, il 23 febbraio, il 23 marzo e il 23 aprile), nonché l'EONIA rilevato alla stessa data. Le quotazioni denaro e lettera mostrate nella figura rappresentano solamente le condizioni proposte: esse non necessariamente corrispondono, pertanto, ai tassi effettivamente negoziati dalle controparti.

Tassi di interesse di mercato overnight: EONIA e quotazioni infragiornaliere denaro e lettera nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento



Fonti: BCE e Reuters.

Al termine del primo periodo di mantenimento, il sistema creditizio ha dimostrato, a posteriori, di trovarsi in una situazione di deficit di liquidità (il 23 febbraio il ricorso netto allo strumento del rifinanziamento marginale è stato di 122,3 miliardi di euro). Tuttavia, nel corso della mattinata, le quotazioni del tasso di interesse overnight si collocavano attorno al 3,1-3,2 per cento. Solo nel corso del pomeriggio esse sono salite, fino a raggiungere il 4,25 per cento alle ore 18.15, facendo ritenere che il mercato si fosse reso conto piuttosto tardi dell'esistenza di un deficit di liquidità. La circolazione delle informazioni sul mercato sembra pertanto essere stata relativamente lenta.

Per contro, il 23 marzo, di fronte a una situazione di surplus complessivo di liquidità (alla fine della giornata il ricorso netto allo strumento del deposito è stato pari a 11,8 miliardi), le quotazioni di mercato si sono rivelate relativamente stabili attorno al 2,3-2,5 per cento. Questo andamento - che ha fatto seguito a due giorni lavorativi in cui il tasso overnight si era approssimato molto a quello sui depositi, pari al 2 per cento - ha segnalato che il

sistema creditizio nel suo complesso era già consapevole, all'inizio della mattinata, del surplus di liquidità. Nonostante queste condizioni di liquidità, il 23 marzo le quotazioni di mercato non hanno mostrato alcuna convergenza verso il livello del 2 per cento. Questo lascia ritenere che le istituzioni creditizie in surplus non desiderassero impiegare i propri fondi sul mercato, sostenendo in tal modo costi di transazione e rischi di credito e di liquidità, a meno che non venisse loro offerta una remunerazione significativamente più elevata del tasso sui depositi.

Infine, il 23 aprile, giornata conclusiva dell'ultimo periodo di mantenimento, si è registrato un deficit complessivo di liquidità (alla fine della giornata, il ricorso netto allo strumento del rifinanziamento marginale è stato pari a 5,0 miliardi di euro). Questa situazione si era già sostanzialmente manifestata fin dall'inizio della giornata, con i tassi overnight prossimi al 2,9 per cento all'apertura del mercato, vale a dire ben al di sopra del tasso del 2,5 per cento fissato per l'asta settimanale. I tassi prevalenti si sono poi attestati attorno a questo livello per tutta la giornata, senza raggiungere il tasso del 3,5 per cento fissato per le operazioni di rifinanziamento marginale. Questo può significare che sul mercato si fossero mantenute fino all'ultimo minuto alcune incertezze riguardo al segno dello sbilancio netto di liquidità del sistema creditizio.

In tutte e tre le occasioni, durante la giornata lavorativa successiva (il primo giorno di un nuovo periodo di mantenimento) il tasso overnight è ritornato a livelli più prossimi a quello del tasso applicato nelle aste settimanali.

Attualmente, in una situazione di tassi di interesse contenuti, il costo opportunità di mantenere tali eccedenze su un conto corrente overnight è modesto. Di conseguenza, le singole banche possono non ritenere conveniente depositare quantità molto limitate di fondi presso la banca centrale. Tuttavia, l'impatto aggregato di questo comportamento potrebbe rivelarsi non trascurabile, soprattutto considerato l'elevato numero

di istituzioni attualmente soggette all'obbligo di riserva nell'ambito dell'Eurosistema. In linea con l'andamento già osservato nel corso dei primi tre periodi di mantenimento dell'Unione monetaria si prevede che nel tempo la discrepanza tra l'ammontare correntemente detenuto sui conti di riserva e quello dovuto continui a diminuire in qualche misura, senza tuttavia scomparire completamente.

3 Osservazioni conclusive

Nel complesso, l'esperienza finora accumulata consente una valutazione positiva dell'assetto operativo dell'Eurosistema. La decisione di agevolare la transizione all'Unione monetaria restringendo l'ampiezza del "corridoio" dei tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti a 50 punti base per un limitato numero di giorni, lo scorso gennaio, si è rivelata appropriata. Al termine di questo periodo di transizione è sembrato che le controparti avessero acquisito sufficiente dimestichezza con il funzionamento del nuovo assetto. Le operazioni di rifi-

nanziamento principale hanno raggiunto l'obiettivo prefissato di erogare gran parte della liquidità al sistema bancario e di manovrare i tassi di interesse a breve termine. Inoltre, i tassi overnight sono rimasti all'interno del corridoio formato da quelli relativi alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e hanno reagito bene al taglio operato dalla BCE l'8 aprile 1999. Infine, il meccanismo di mobilitazione della riserva obbligatoria ha contribuito ad attenuare le oscillazioni della liquidità giornaliera, rendendo non necessario il ricorso a operazioni di *fine-tuning*.

L'attuazione del Patto di stabilità e crescita

La solidità delle finanze pubbliche contribuisce a promuovere condizioni favorevoli alla stabilità dei prezzi e a una crescita forte e sostenibile in grado di creare occupazione. Il Trattato che istituisce la Comunità europea, emendato dal Trattato di Amsterdam (di seguito indicato come il "Trattato") e il Patto di stabilità e crescita, firmato ad Amsterdam nel giugno 1997, forniscono ai paesi della UE, e in particolare a quelli che hanno adottato la moneta unica, un codice di condotta atto a promuovere una gestione disciplinata delle finanze pubbliche. Solo perseguendo posizioni di bilancio vicine al pareggio o in avanzo gli Stati membri potranno affrontare fluttuazioni cicliche di normale ampiezza, mantenendo il disavanzo di bilancio sotto il valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Il contenimento del disavanzo, unito alla costante riduzione del peso del debito pubblico, contribuisce a mantenere aspettative di bassi livelli di inflazione e, in tal modo, facilita il compito dell'Eurosistema, che è quello di mantenere la stabilità dei prezzi. Tra la fine del 1998 e l'inizio del 1999 tutti i paesi della UE hanno sottoposto al Consiglio Ecofin e alla Commissione europea un programma di stabilità o di convergenza contenente informazioni sia sulle proprie attuali posizioni di bilancio sia sui futuri piani di politica fiscale. Pur essendo stati ritenuti in linea di massima conformi ai criteri di disciplina fiscale imposti dal Patto di stabilità e crescita, i programmi presentati da diversi paesi non prevedono alcun margine di sicurezza aggiuntivo, che consenta loro di far fronte a eventi imprevisti, di accelerare il ritmo con cui i rispettivi livelli di debito vengono ridotti o di preparare le finanze pubbliche alle forti pressioni che si prevede deriveranno dall'evoluzione demografica nei prossimi anni.

I Introduzione

Il conseguimento e il mantenimento dell'equilibrio macroeconomico quale requisito preliminare per il progresso economico e sociale figurano al primo posto fra gli obiettivi perseguiti dall'integrazione economica e monetaria europea degli anni novanta. L'obiettivo di dare sostegno al ruolo del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) nel mantenimento della stabilità dei prezzi, e di applicare il principio della sussidiarietà alle politiche non monetarie degli Stati partecipanti era preminente nel programma dei fondatori dell'Unione economica e monetaria (UEM). Nel contempo, essi erano animati dalla convinzione che la solidità delle finanze pubbliche sia un requisito indispensabile per la stabilità macroeconomica, e che la stabilità finanziaria dipenda anche dalla disciplina delle politiche di bilancio. Per questo motivo, l'impegno assunto dall'intera Unione europea a perseguire finanze pubbliche solide – definito dal Trattato e ulteriormente specificato con il Patto di stabilità e crescita – impone rispetto e rappresenta una garanzia permanente della conduzione di politiche di bilancio responsabili.

L'esperienza dei decenni passati mostra come l'aumento dell'incidenza del debito sul PIL – unitamente all'aumento del debito implicito associato a sistemi di previdenza sociale operanti in un contesto di invecchiamento della popolazione – ponga un'ipoteca permanente sulle prospettive economiche e, insieme con gli elevati

livelli del disavanzo, limiti costantemente i margini disponibili per un ruolo stabilizzatore delle politiche di bilancio. I tassi di interesse reali a lungo termine sono più elevati, gli investimenti privati diminuiscono e la formazione di capitale fisico subisce un parziale spiazzamento. Ciò riduce la produzione, causa una perdita permanente di prodotto e, nel lungo periodo, limita le possibilità di consumo. Di fatto, l'evidenza empirica disponibile indica un significativo rapporto inverso fra gli squilibri di bilancio e il totale degli investimenti lordi interni, nonché fra il disavanzo e il reddito pro capite nel medio periodo.

Sembra inoltre che la mancanza di rigore nelle politiche di bilancio riduca la flessibilità con cui le strutture fiscali rispondono alle fluttuazioni economiche e contribuiscono ad attenuare il loro effetto sul reddito aggregato. Negli ultimi decenni tali strutture sono diventate più rigide, in parte a causa delle politiche discrezionali volte ad aumentare l'occupazione nel settore pubblico o a consentire alti tassi di copertura e pensionamenti anticipati, in parte a causa di tendenze demografiche avverse che hanno accresciuto la quota dei pensionati sulla popolazione. Lungi dal facilitare la stabilizzazione del reddito nel corso delle diverse fasi cicliche, la crescita dei disavanzi strutturali ha sistematicamente impedito che si rispondesse adeguatamente alle recessioni più gravi, anche nei casi in cui era più forte la necessità di

variazioni endogene delle politiche di spesa e del prelievo fiscale.

L'inflazione è un fenomeno di natura monetaria nel medio-lungo periodo. Poiché è generalmente riconosciuto che, nel lungo periodo, vi è un legame fra il finanziamento monetario dei disavanzi di bilancio e l'inflazione, una condizione essenziale per il conseguimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo è un divieto credibile e permanente di ricorrere a questo tipo di finanziamento, sostenuto da un quadro istituzionale che attribuisca all'autorità monetaria un mandato credibile e duraturo per il perseguimento di questo obiettivo. Tuttavia, l'attuazione di una politica monetaria orientata alla stabilità risente anche degli effetti della politica fiscale. Nel breve periodo, la regolamentazione dei prezzi e le imposte indirette esercitano un impatto diretto sull'inflazione, misurata sulla base dello IAPC. Su un periodo più lungo, lo squilibrio delle finanze pubbliche ha un impatto negativo sull'efficienza economica e pertanto sul processo di formazione dei prezzi. L'elevato livello dei disavanzi strutturali tende a sottrarre risorse alla formazione di capitale privato, accrescendo il divario fra la domanda e l'offerta aggregata. Ciò tende ad alterare la composizione dell'offerta aggregata e crea rigidità e strozzature che contribuiscono a intensificare le pressioni sui prezzi. In tal modo, un disavanzo persistente potrebbe costringere le autorità monetarie a mantenere i tassi a breve termine a livelli più elevati di quanto non sarebbe altrimenti necessario. Al contrario, un quadro istituzionale che garantisca la solidità delle finanze pubbliche promuove la stabilità macroeconomica, e quindi la crescita sostenuta del prodotto e dell'occupazione, contribuendo al mantenimento della stabilità dei prezzi e al continuo miglioramento del tenore di vita.

In alcune circostanze, le politiche di bilancio possono influenzare le aspettative, amplificando gli effetti degli shock economici e finanziari. Se la struttura dei conti pubblici è ritenuta dagli operatori eccessivamente esposta alle fluttuazioni economiche o alle variazioni dei tassi di interesse – per esempio perché i saldi primari non presentano sufficienti i margini di sicurezza per far fronte a contingenze avverse – tali shock possono determinare un aumento dei premi al rischio e dei tassi di interesse a lungo termine.

In una unione monetaria fra stati sovrani, la necessità di un orientamento responsabile delle politiche in materia di finanza pubblica è ancora più forte. La creazione di un'unione monetaria conduce all'eliminazione dei differenziali di interesse che in precedenza compensavano gli investitori per le differenze in termini di prospettive di inflazione e di deprezzamento del cambio tra le diverse valute. In tal modo viene meno un fattore – il deprezzamento della valuta nazionale – che in precedenza segnalava ai prenditori di fondi la sfiducia dei mercati di fronte a politiche sbagliate, soprattutto nel campo delle scelte di politica fiscale. Nel contempo, con la crescente integrazione dei mercati finanziari nazionali, gli emittenti sovrani possono attingere a un mercato finanziario più ampio e più liquido di quanto non fosse possibile in condizioni di autonomia monetaria. Con la scomparsa dei premi per il rischio e la liquidità, alcuni Stati membri, che in passato erano stati penalizzati in termini relativi sul mercato dei titoli pubblici, possono trovare più conveniente il finanziamento della spesa pubblica mediante l'indebitamento. Tale possibilità tende a conferire all'area nel suo complesso una predisposizione al disavanzo, che, anche in questo caso, crea una forte necessità di istituzioni economiche che scoraggino pratiche di bilancio non sane.

In mancanza di un'autorità fiscale centralizzata, le scelte di bilancio dei singoli Stati membri di un'unione monetaria possono avere ripercussioni negative sulle economie vicine. Tali esternalità negative sono generalmente trasmesse attraverso i tassi di interesse a lungo termine, poiché la mancanza di rigore nella politica fiscale di un paese e il drenaggio che essa esercita sul risparmio privato implicano una forte pressione sul costo del finanziamento a lungo termine dell'intera area. In linea di principio, le forze del mercato dovrebbero fungere da deterrenti nei confronti di eventuali politiche non rigorose. In effetti, anche in assenza di limiti istituzionali espliciti ai disavanzi, la possibilità che i premi per il rischio di insolvenza specifici di un paese ne penalizzino l'eccessivo indebitamento potrebbe incoraggiare i singoli paesi a rispettare la disciplina fiscale. Tuttavia, in pratica l'esperienza non sembra dimostrare che la disciplina esercitata dai mercati finanziari sia sempre sufficiente a indurre gli Stati a rispettare

vincoli di bilancio di lungo periodo. In tali circostanze, l'assenza di controllo sulle politiche di bilancio nazionali conduce inevitabilmente a tensioni; è pertanto preferibile integrare l'azione delle forze di mercato con quella di regole co-

muni di disciplina fiscale. Tali regole sovranazionali inducono le autorità nazionali a internalizzare l'impatto che le loro decisioni hanno sull'intera area e, in tal modo, migliorano il coordinamento e promuovono la fiducia reciproca fra Stati membri.

2 Il Trattato e il Patto di stabilità e crescita: aspetti istituzionali e procedurali

Le norme di politica fiscale del Trattato

Nella Terza fase della UEM la politica fiscale resta di competenza esclusiva degli Stati membri. Ciò contrasta con l'esistenza di una politica monetaria unica e di politiche comuni nei settori dell'agricoltura, del commercio e della concorrenza. Nel quadro del Trattato, l'autonomia di bilancio degli Stati membri è, in termini formali, assoluta. Tuttavia, la conduzione delle politiche di bilancio nazionali è soggetta alle regole di disciplina e alle procedure di coordinamento a livello comunitario definite dal Trattato (Titolo VI, Capo I: Politica economica). (In questo articolo tutti i riferimenti alle norme del Trattato sono tratti dalla versione consolidata fornita dal Trattato di Amsterdam, entrata in vigore il 1° maggio 1999.) La regola fondamentale imposta dal Trattato in materia di politica fiscale è che gli Stati membri devono evitare disavanzi pubblici eccessivi. Tale norma è espressa nell'articolo 104 (ex articolo 104C) e nel protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi, allegato al Trattato. L'articolo 104 (ex articolo 104C) segue gli indirizzi di massima per il coordinamento della politica economica (non monetaria) e una serie di restrizioni al finanziamento del fabbisogno del settore pubblico. Questi indirizzi e restrizioni sono stabiliti rispettivamente negli articoli dal 98 al 100 (ex articoli dal 102 A al 103 A) e negli articoli dal 101 al 103 (ex articoli dal 104 al 104 B).

Tali indirizzi di massima impegnano gli Stati membri ad attuare le proprie politiche economiche allo scopo di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità (cfr. allegato 1). Secondo l'articolo 2 (ex articolo 2) del Trattato, tali obiettivi consistono nel "promuovere uno sviluppo armonioso ed equilibrato delle attività economiche nell'insieme della Comunità, una crescita soste-

nibile, 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".

Gli Stati membri devono inoltre considerare le proprie politiche economiche come una questione di interesse comune e coordinarle nell'ambito del Consiglio Ecofin, composto dai ministri finanziari ed economici degli Stati membri. I principi guida individuati nell'articolo 4 (ex articolo 3 A) del Trattato sono la stabilità dei prezzi, la solidità delle finanze pubbliche e delle condizioni monetarie e la sostenibilità della bilancia dei pagamenti. Il Consiglio Ecofin ha il compito di formulare gli indirizzi di massima cui dovranno ispirarsi le politiche economiche degli Stati membri e di tenere sotto osservazione l'evoluzione della situazione economica nel quadro di una sorveglianza multilaterale. A tal fine, gli Stati membri devono fornire informazioni, tra l'altro, sulle misure di rilievo da essi adottate nell'ambito delle proprie politiche. Se la politica economica di uno Stato membro si rivela incoerente con gli indirizzi di massima o rischia di compromettere l'ordinato funzionamento della UEM, il Consiglio potrà rivolgere allo Stato membro in questione una raccomandazione e decidere di renderla pubblica.

Le restrizioni al finanziamento del fabbisogno del settore pubblico vietano la concessione di scoperti di conto o di qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia da parte della BCE o delle banche centrali degli Stati membri a qualsiasi istituzione pubblica sia a livello nazionale sia a livello comunitario (cfr. allegato 2). Vietano inoltre l'acquisto diretto di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali, nonché qualsiasi misura, non basata su considerazioni prudenziali,

che offra a tali istituzioni un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie. Il Trattato stabilisce inoltre che la Comunità o gli Stati membri non rispondano né si facciano carico degli impegni assunti dalle istituzioni del settore pubblico di qualsiasi altro Stato membro. Tale norma, generalmente denominata "*no bail-out clause*", implica che, in caso di insolvenza di una qualsiasi di queste istituzioni, né la Comunità né qualsiasi altro paese siano responsabili degli impegni dell'istituzione insolvente.

Con riferimento alle politiche di bilancio, il Trattato sancisce che gli Stati membri devono evitare disavanzi eccessivi (cfr. allegato 3, articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 1). Il rispetto della disciplina di bilancio viene valutato sulla base dei valori di riferimento per l'incidenza del disavanzo e del debito sul PIL, con alcune qualificazioni. In particolare, un rapporto disavanzo/PIL che ecceda il valore di riferimento può essere considerato non eccessivo purché esso si verifichi solo in via eccezionale e temporanea e purché, in tal caso, rimanga prossimo al valore di riferimento. Nel valutare le posizioni di bilancio, si possono prendere in considerazione ulteriori informazioni fra cui, per esempio, il livello degli investimenti pubblici in relazione al disavanzo. La decisione di qualificare come eccessivo il disavanzo di uno Stato membro spetta al Consiglio Ecofin, su proposta della Commissione europea.

Le norme di politica fiscale del Patto di stabilità e crescita

Nel 1997 il Consiglio europeo ha deciso di fornire un chiarimento delle norme del Trattato in materia di politiche fiscali, mediante l'adozione del Patto di stabilità e crescita, che stabilisce le regole per il coordinamento delle politiche economiche e definisce le condizioni per l'applicazione della procedura per i disavanzi eccessivi nella Terza fase della UEM. Il Patto ha come obiettivi: a) assicurare in modo durevole il rispetto del requisito di prudenza nella conduzione delle politiche di bilancio, b) tenere sotto osservazione l'evoluzione di tali politiche al fine di individuare tempestivamente eventuali sforamenti. In tale contesto, il Consiglio europeo sottolinea l'importanza di

politiche di bilancio sane al fine di creare condizioni favorevoli alla stabilità dei prezzi, a una crescita forte e sostenibile e, quindi, alla creazione di occupazione. Il Patto di stabilità e crescita, che prevede misure preventive e deterrenti, è costituito da una Risoluzione del Consiglio europeo (Amsterdam, 17 giugno del 1997), in cui sono specificati gli impegni rispettivi degli Stati membri, della Commissione europea e del Consiglio europeo, e da due regolamenti del Consiglio Ecofin. Il Regolamento del Consiglio (CE) N. 1467/97 del 7 luglio 1997 accelera e chiarisce le modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi. Il Regolamento del Consiglio (CE) N. 1466/97, del 7 luglio 1997, provvede al rafforzamento della sorveglianza delle posizioni di bilancio nonché della sorveglianza e del coordinamento delle politiche economiche, e definisce i contenuti dei programmi di stabilità e di quelli di convergenza.

Al fine di assicurare in via permanente la solidità delle politiche fiscali, la Risoluzione del Consiglio sul Patto di stabilità e crescita impegna gli Stati membri al rispetto dell'obiettivo di mantenere, nel medio termine, posizioni di bilancio vicine al pareggio o in avanzo (cfr. allegato 4). Questo obiettivo dovrebbe consentire a tutti gli Stati membri di affrontare fluttuazioni cicliche di normale ampiezza, mantenendo il disavanzo di bilancio sotto il valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Disavanzi superiori al 3 per cento del PIL sono considerati eccessivi, a meno che non abbiano carattere temporaneo o si manifestino in via eccezionale. In ogni caso, il disavanzo deve rimanere prossimo al valore di riferimento. Si ritiene che le circostanze siano eccezionali e temporanee quando lo sforamento è imputabile a un evento eccezionale al di fuori del controllo dello Stato membro oppure a una grave recessione. Il superamento del valore di riferimento come conseguenza di una grave recessione può, di norma, essere considerato eccezionale da parte della Commissione europea solo se nell'anno si è registrata una caduta del PIL in termini reali del 2 per cento. Il Consiglio Ecofin, su richiesta dello Stato membro interessato, può considerare come eccezionale una contrazione più contenuta del PIL in termini reali sol-

tanto quando tale valutazione è avvalorata da ulteriori elementi, fra cui il carattere improvviso della caduta del PIL o l'entità dello scostamento cumulato dal sentiero di crescita prevalente in passato. Nel valutare la gravità di una recessione, lo Stato membro fa di norma riferimento a una caduta del PIL annuale in termini reali superiore allo 0,75 per cento. La natura temporanea di un disavanzo superiore al livello del 3 per cento deve risultare dalle previsioni sulla finanza pubblica pubblicate dalla Commissione europea: deve essere previsto che il disavanzo rientri entro il limite di riferimento all'esaurirsi dell'evento di natura eccezionale o della grave recessione (cfr. allegato 5).

Se ritiene che uno Stato membro abbia un disavanzo eccessivo, il Consiglio Ecofin formula nei suoi confronti una raccomandazione invitandolo a prendere misure correttive. Queste ultime devono essere adottate entro il termine di quattro mesi. Se, a giudizio del Consiglio Ecofin, non viene dato effettivo seguito alle raccomandazioni, il Consiglio può imporre delle sanzioni. Queste assumono inizialmente la forma di un deposito infruttifero fissato in proporzione al PIL dello Stato membro, deposito che può in seguito essere convertito in un'amenda se il disavanzo eccessivo dovesse persistere per oltre due anni.

Al fine di tenere sotto osservazione l'evoluzione dei conti pubblici, identificare tempestivamente possibili sforamenti e facilitare il coordinamento delle politiche economiche, il Patto di stabilità e crescita prevede anche un meccanismo per la segnalazione tempestiva di possibili problemi. A tal fine, gli Stati membri devono sottoporre annualmente al Consiglio Ecofin e alla Commissione europea un programma di stabilità (se hanno adottato la moneta unica) o un programma di convergenza (se non hanno adottato la moneta unica), in cui precisano i propri obiettivi di bilancio di medio termine. Il contenuto e il formato dei programmi di stabilità seguono un modello predefinito (cfr. allegato 6). Simili requisiti sono previsti per i programmi di convergenza. Il Consiglio Ecofin formula un parere sui programmi e richiede correzioni qualora ravvisi la necessità di un rafforzamento degli obiettivi e del contenuto in essi espressi. Inoltre, la realizzazione dei pro-

grammi è tenuta sotto osservazione dal Consiglio Ecofin che, qualora individui divergenze di rilievo fra la posizione di bilancio e gli obiettivi di medio termine, rivolge una raccomandazione allo Stato membro in questione.

L'attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi

Le diverse fasi della procedura per i disavanzi eccessivi sono indicate nel diagramma 1 (a pagina 54), riguardante la decisione da parte del Consiglio Ecofin relativa all'esistenza di un disavanzo eccessivo, e nel diagramma 2 (a pagina 55), che descrive le fasi successive a tale decisione.

- La fase 1 è preliminare e impone agli Stati membri la notifica dei propri dati di bilancio alla Commissione europea entro il 1° marzo e il 1° settembre di ogni anno.
- Nella fase 2 la Commissione europea valuta il rispetto della disciplina di bilancio da parte degli Stati membri sulla base dei criteri identificati nell'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 2 del Trattato. Se gli Stati membri rispettano i requisiti previsti dai due criteri di disciplina di bilancio (rapporto tra disavanzo pubblico e PIL inferiore al 3 per cento e rapporto tra debito pubblico e PIL inferiore al 60 per cento del PIL, a meno che non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato) e se la Commissione europea non ravvisa alcun rischio di disavanzo eccessivo, non viene dato inizio alla procedura. Negli altri casi, e comunque ogni qualvolta il disavanzo effettivo o previsto di uno Stato membro superi il valore di riferimento del 3 per cento del PIL (cfr. allegato 3, articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 3, e allegato 4, punto 3 degli impegni presi dalla Commissione europea), la Commissione prepara una relazione che dà inizio alla procedura per i disavanzi eccessivi.
- Nella fase 3, entro due settimane dalla preparazione della relazione, il Comitato economico e finanziario – al quale partecipano i rappresentanti degli Stati membri e del SEBC – emette un parere su di essa e lo sottopone

al Consiglio Ecofin (articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 4). Tenendo debitamente conto del parere del Comitato, la Commissione trasmette un parere al Consiglio Ecofin (articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 5) e, se ravvisa l'esistenza di un disavanzo eccessivo, formula una raccomandazione. Se la Commissione ritiene invece che il disavanzo superiore al 3 per cento del PIL non sia eccessivo e si trova, su questo punto, in contrasto con il Comitato economico e finanziario, essa è tenuta a dare motivazione scritta della propria posizione al Consiglio Ecofin.

- Nella fase 4 Il Consiglio Ecofin, deliberando a maggioranza qualificata su raccomandazione della Commissione, considerate le osservazioni che lo Stato membro interessato ritenga di formulare, decide, dopo una valutazione globale, se esiste un disavanzo eccessivo (articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 6). La decisione deve essere presa entro tre mesi dalle date previste per la comunicazione dei dati di bilancio alla Commissione europea da parte degli Stati membri.
- Nella fase 5, se il Consiglio Ecofin ritiene che non esista un disavanzo eccessivo, la procedura è archiviata. Se, invece, la decisione è che esiste un disavanzo eccessivo, il Consiglio Ecofin emette una propria raccomandazione allo Stato membro ai sensi dell'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 7. Tale raccomandazione viene adottata sulla base di una raccomandazione della Commissione, con delibera a maggioranza qualificata escludendo dal voto il rappresentante dello Stato membro in questione, e non viene resa pubblica. Il Consiglio UE raccomanda che il disavanzo eccessivo venga corretto il più rapidamente possibile (cfr. allegato 4) e dispone un termine massimo di quattro mesi, entro il quale lo Stato membro deve dare seguito effettivo alla raccomandazione. La correzione del disavanzo deve inoltre essere completata entro l'anno successivo alla sua identificazione, a meno che non sussistano circostanze particolari.
- Nella fase 6 (cfr. diagramma 2) il Consiglio Ecofin valuta se lo Stato membro abbia dato

effettivo seguito alla raccomandazione emessa ai sensi dell'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 7 e decide sulla base dei provvedimenti annunciati pubblicamente dal governo dello Stato membro in questione. La decisione è presa su raccomandazione della Commissione europea con voto a maggioranza qualificata, dal quale è escluso il rappresentante dello Stato membro in questione.

- Se, nella fase 7, il Consiglio Ecofin decide che non siano state prese misure efficaci in seguito alle sue raccomandazioni, esso può rendere pubbliche dette raccomandazioni (articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 8) immediatamente dopo il termine della scadenza fissata (un massimo di quattro mesi). In tal caso, solo per gli Stati membri partecipanti ed entro un mese da tale decisione, il Consiglio può decidere – ai sensi dell'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 9 – di intimare allo Stato membro l'adozione, entro un termine stabilito, di misure volte alla riduzione del disavanzo. Tale decisione e quelle successive assunte nel quadro della procedura sono prese dietro raccomandazione della Commissione, a maggioranza qualificata escludendo dal voto il rappresentante dello Stato membro in questione. D'altro canto, se il Consiglio Ecofin decide che lo Stato membro ha dato effettivo seguito alle raccomandazioni formulate ai sensi dell'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 7, la procedura per i disavanzi eccessivi viene sospesa. La Commissione europea e il Consiglio Ecofin sorvegliano sull'attuazione delle misure adottate.
- Nella fase 8, se il Consiglio Ecofin ritiene che il disavanzo eccessivo sia stato corretto, abroga alcune o tutte le decisioni sulle raccomandazioni e notifiche date in precedenza. Se aveva reso pubbliche le proprie raccomandazioni, il Consiglio dichiara pubblicamente che lo Stato membro non ha più un disavanzo eccessivo. Tuttavia, se uno Stato membro partecipante non ottempera alle successive raccomandazioni e notifiche del Consiglio Ecofin, quest'ultimo può decidere, entro due mesi dalla notifica allo

Stato membro ed entro 10 mesi dalle date limite per la comunicazione delle informazioni di bilancio alla Commissione europea, di applicare le misure di cui all'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 11. È inoltre prevista una procedura accelerata nel caso che il disavanzo che il Consiglio Ecofin ritiene eccessivo sia stato programmato deliberatamente. Può inoltre accadere che, dopo la sospensione della procedura, lo Stato membro non prenda alcuna misura oppure che i dati comunicati regolarmente alla Commissione europea entro il 1° marzo e il 1° settembre di ogni anno dagli Stati membri indichino che il disavanzo eccessivo non è stato corretto dallo Stato membro partecipante entro la data indicata nelle raccomandazioni formulate ai sensi dell'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 7. In tal caso, il Consiglio Ecofin intima immediatamente allo Stato membro in questione di prendere, entro termini stabiliti, le misure correttive necessarie a ridurre il disavanzo.

- Nella fase 9, se lo Stato membro partecipante ottempera alle intimazioni espresse dal Consiglio Ecofin in conformità con l'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 9, la procedura per i disavanzi eccessivi viene sospesa. Il periodo di sospensione della procedura non deve essere considerato ai fini del calcolo della decorrenza di due mesi né di quella di 10 mesi cui si fa riferimento nella fase 8, relativamente alle scadenze per l'imposizione delle sanzioni. La Commissione europea e il Consiglio Ecofin sorvegliano sull'attuazione delle misure adottate.
- Nella fase 10, se a giudizio del Consiglio Ecofin il disavanzo eccessivo è stato corretto, la procedura viene archiviata come descritto nella fase 8. Tuttavia, se il Consiglio ritiene che le misure prese dallo Stato membro partecipante siano inadeguate o se le informazioni effettive comunicate a scadenze regolari dallo Stato membro alla Commissione, entro il 1° marzo e il 1° settembre di ogni anno, indicano che il disavanzo eccessivo non è stato corretto entro le scadenze fissate dalle notifiche emesse ai sensi dell'articolo 104 (ex articolo 104C),

paragrafo 9, il Consiglio Ecofin decide immediatamente di imporre le sanzioni previste all'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 11. Le sanzioni consistono, di norma, nella costituzione di un deposito infruttifero, che il Consiglio Ecofin può decidere di integrare con le misure indicate al primo e al secondo trattino dell'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 11. Nei casi in cui il disavanzo eccessivo risulti dalla inosservanza al criterio relativo al disavanzo pubblico, l'importo del primo deposito è costituito da un ammontare fisso, pari allo 0,2 per cento del PIL, e da una parte variabile, pari a un decimo della differenza fra il disavanzo espresso in percentuale del PIL nell'anno precedente e il valore di riferimento del 3 per cento del PIL. La fase 10 viene ripetuta in ognuno degli anni successivi fino all'abrogazione della decisione relativa all'esistenza di un disavanzo eccessivo. Nella sua valutazione annuale, il Consiglio Ecofin può decidere di intensificare le sanzioni, a meno che lo Stato membro non abbia ottemperato alle indicazioni contenute nella notifica del Consiglio stesso. Qualora sia decisa la costituzione di un deposito aggiuntivo, questo è pari a un decimo della differenza fra il disavanzo espresso in percentuale del PIL nell'anno precedente e il valore di riferimento del 3 per cento del PIL, senza superare il massimale dello 0,5 per cento del PIL. Il deposito viene, di norma, convertito in un'ammenda se, a due anni dalla decisione di esigere dallo Stato membro la costituzione di un deposito, il disavanzo eccessivo non è stato corretto. Tali ammende vengono distribuite fra gli Stati membri senza disavanzo eccessivo in proporzione alle rispettive quote sul PIL totale degli Stati membri in regola. Ai sensi dell'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 12, il Consiglio Ecofin abroga le sanzioni di cui ai primi due punti dell'articolo 104 (ex articolo 104C), paragrafo 11 a seconda dell'entità del miglioramento conseguito dallo Stato membro partecipante nella correzione del disavanzo. L'abrogazione della decisione in merito all'esistenza di un disavanzo eccessivo comporta la sospensione di tutte le sanzioni in essere, senza tuttavia che ciò implichi la restituzione delle ammende corrisposte.

Diagramma I

La decisione del Consiglio Ecofin riguardo all'esistenza di un disavanzo eccessivo

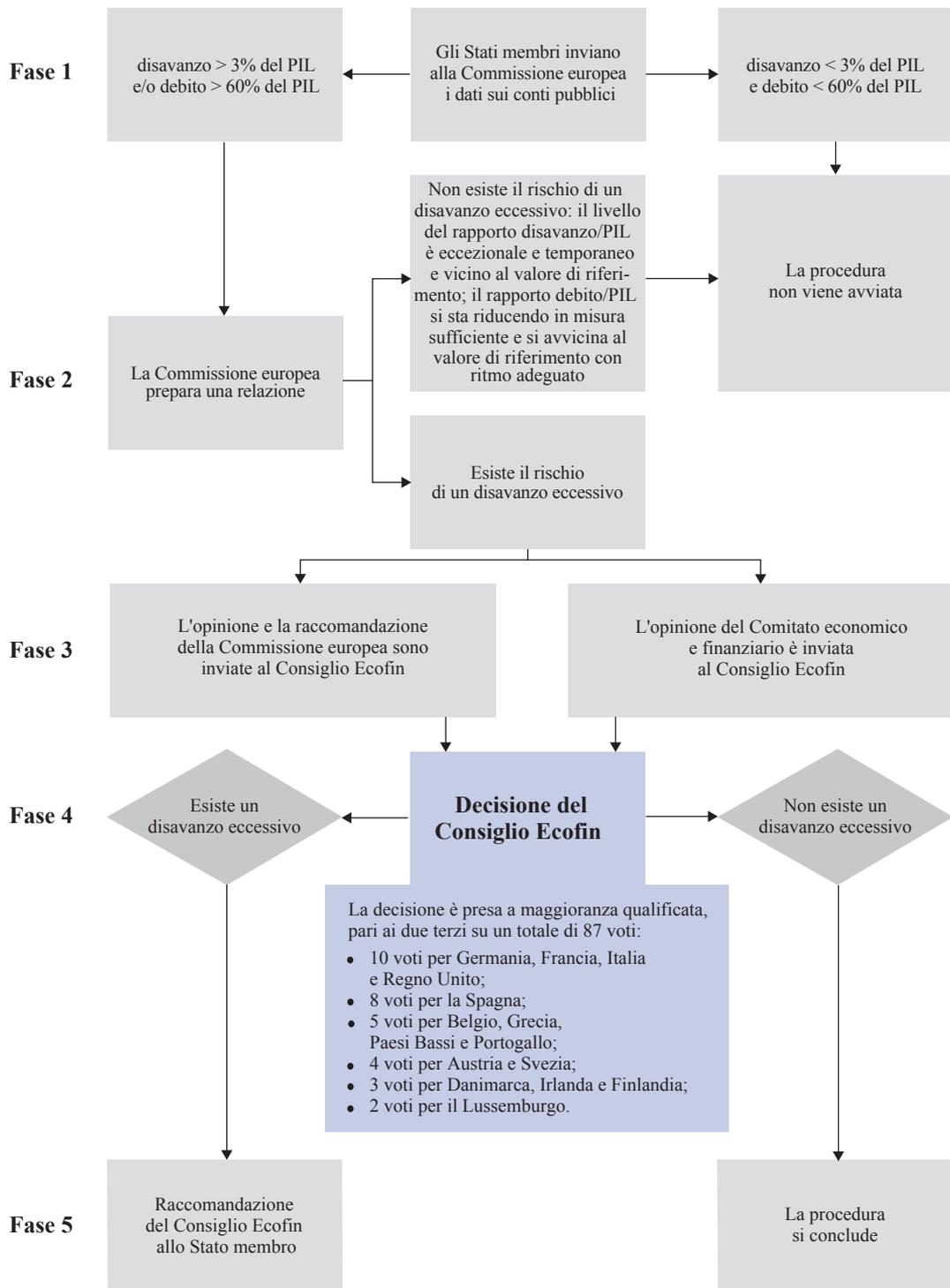
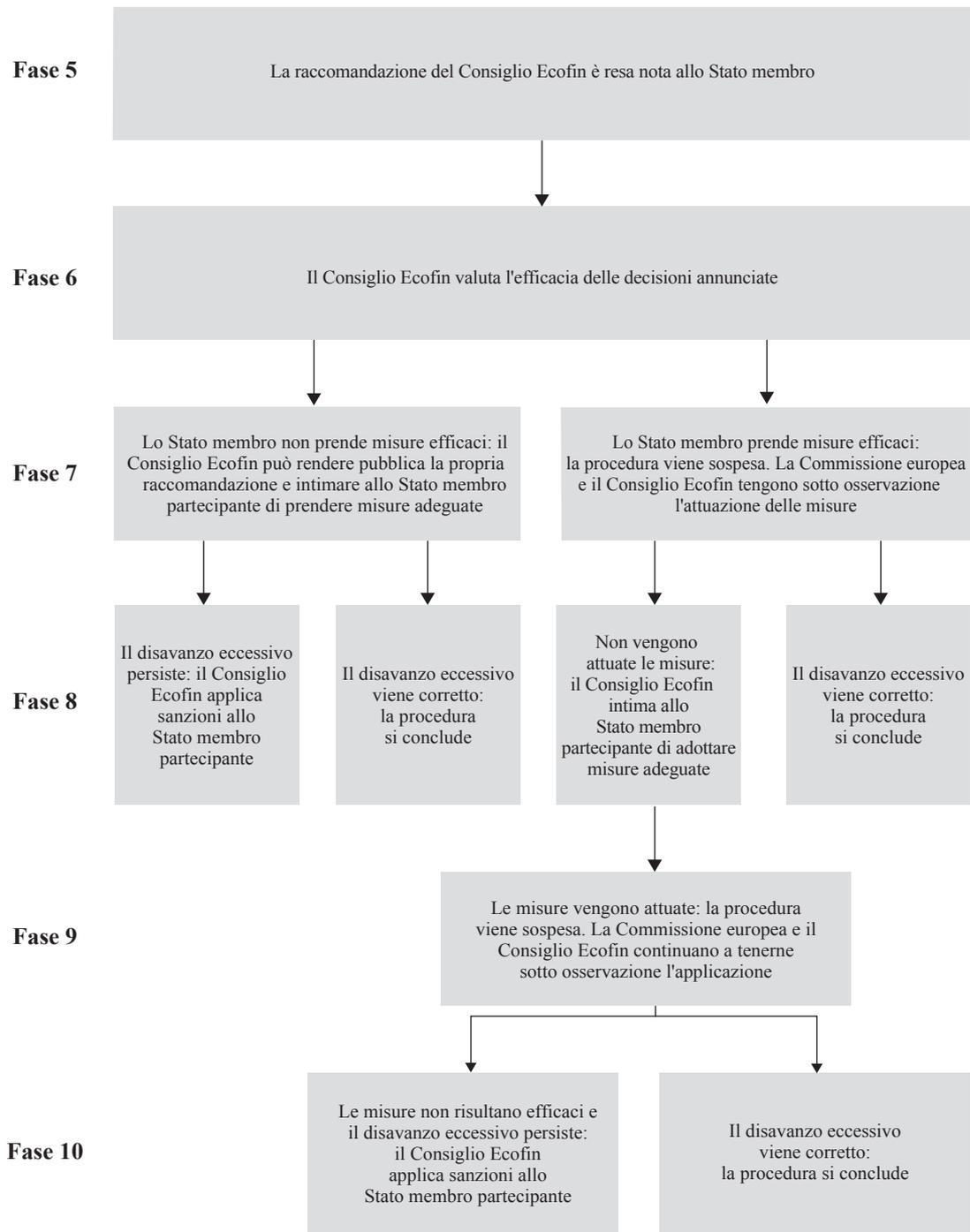


Diagramma 2

Prosecuzione della procedura dopo la decisione del Consiglio Ecofin che rileva l'esistenza di un disavanzo eccessivo



3 L'attuazione del Patto di stabilità e crescita

La procedura di attuazione del Patto di stabilità e crescita ha inizio con la presentazione dei programmi di stabilità e di convergenza da parte degli Stati membri, in seguito alla quale la Commissione europea deve adottare una raccomandazione su ciascun programma. Sulla base di tale raccomandazione, entro due mesi dalla presentazione, il Consiglio Ecofin formula un parere, previa consultazione del Comitato economico e finanziario. La BCE partecipa al Comitato economico e finanziario, nell'ambito del quale i suoi membri hanno l'opportunità di discutere approfonditamente i programmi presentati dagli Stati membri. Qualora ravvisi la necessità che gli obiettivi annunciati nel programma vengano rafforzati, il Consiglio Ecofin invita lo Stato membro interessato a provvedere in tal senso. Nel caso in cui venga individuata una divergenza significativa rispetto agli obiettivi fissati nei precedenti programmi, il Consiglio Ecofin ha la prerogativa di emettere una raccomandazione al fine di sollecitare lo Stato membro interessato ad adottare misure correttive. Mediante aggiornamenti dei programmi, presentati ogni anno, i paesi riferiscono in modo dettagliato sui piani intesi a correggere, nel breve periodo, eventuali scostamenti del disavanzo dagli obiettivi. Quest'ultimo requisito è volto a evitare che l'obiettivo a medio termine consistente nel raggiungimento di un saldo del bilancio prossimo al pareggio o positivo venga differito a tempo indeterminato.

In considerazione del ruolo fondamentale svolto dai programmi di stabilità e di convergenza nel processo di sorveglianza multilaterale, è stato ritenuto importante che il loro contenuto informativo fosse adeguato e tale da consentire un raffronto tra gli Stati membri. Poiché questi ultimi erano chiamati a redigere i propri programmi in tempo utile per la loro presentazione entro la fine del 1998, come concordato dai ministri nella dichiarazione congiunta del 1° maggio 1998, il Comitato monetario (ora Comitato economico e finanziario), attingendo a utili contributi forniti dalla Commissione europea, ha discusso possibili indirizzi complementari e ha concordato un Parere, indirizzato al Consiglio Ecofin. Tale Parere è stato approvato nella riunione del Consiglio Ecofin a Lussemburgo (12 ottobre 1998). Nella presen-

te sezione si presenta anzitutto tale Parere, che ha stabilito un codice di condotta relativo al formato e ai contenuti dei programmi di stabilità e di convergenza. Quindi si descrive il modo in cui tale codice di condotta è stato formalmente rispettato nelle azioni intraprese sinora in attuazione del Patto. Infine, vengono poste in evidenza tre questioni fondamentali che, in conformità con il Parere dell'ex Comitato monetario, sono state affrontate dal Consiglio Ecofin in sede di esame dell'obiettivo di medio termine, consistente nel raggiungimento di un saldo del bilancio prossimo al pareggio o positivo, proposto nei programmi di stabilità e di convergenza.

Un codice di condotta per i programmi di stabilità e di convergenza

L'ex Comitato monetario ha ritenuto che potrebbe risultare utile integrare i requisiti essenziali dei programmi di stabilità e di convergenza, esposti nel regolamento (CE) n. 1466/97, con alcuni indirizzi relativi ai contenuti e al formato dei programmi stessi, prendendo come base il precedente "codice di condotta" presentato nella relazione dell'ex Comitato monetario del 14 febbraio 1994. L'esperienza finora maturata con i "vecchi" programmi di convergenza ha dimostrato, secondo il Parere del Comitato monetario, che tali indirizzi non soltanto sono di aiuto agli Stati membri nella redazione dei rispettivi programmi, ma ne agevolano anche l'esame da parte della Commissione europea, dell'ex Comitato monetario e del Consiglio Ecofin. Riconoscendo il fatto che dei programmi di stabilità e di convergenza sono responsabili le autorità nazionali e che le opzioni possibili e le prassi differiscono da un paese all'altro, gli indirizzi e i suggerimenti concordati riguardo al formato e ai contenuti di tali programmi (cfr. allegato 7) sono di natura indicativa.

Le principali considerazioni contenute nel Parere dell'ex Comitato monetario possono essere riassunte come segue:

- Un elemento fondamentale dei programmi di stabilità e di convergenza è l'obiettivo di medio termine consistente nel raggiungimento di un saldo del bilancio prossimo al pareggio o

positivo. È pertanto chiaro, secondo il Pare-
re dell'ex Comitato monetario, che la valu-
tazione dell'idoneità degli obiettivi a medio
termine degli Stati membri e l'esame del loro
raggiungimento deve tenere esplicitamente
conto della situazione congiunturale e del
suo effetto sul bilancio. Il quadro temporale,
per quanto riguarda l'interpretazione del con-
cetto di "medio termine", coinciderebbe per-
tanto con la durata del ciclo economico. Nella
pratica, occorre adottare un'approssimazio-
ne nel valutare come l'andamento effettivo e
quello atteso della situazione di bilancio si
raffrontino con il requisito di un saldo del
bilancio nel medio termine prossimo al pa-
reggio o positivo. In particolare, occorre esa-
minare il probabile impatto del ciclo
economico sull'andamento corrente delle si-
tuazioni di bilancio e su quello futuro. Tale
valutazione richiede l'adozione di una
metodologia appropriata.

- Poiché, ovviamente, ciascun metodo presenta punti di forza e di debolezza, i risultati vanno interpretati con cautela. Tenendo conto di ciò, l'ex Comitato monetario ha adottato il metodo di correzione per il ciclo attualmente in uso presso la Commissione europea, che è stato ritenuto utile ai fini della valutazione dell'evoluzione della situazione di bilancio. Al fine di pervenire a giudizi basati su fondamenta più solide sarebbe necessario svolgere una ulteriore analisi che tenga conto di altri fattori, tra cui le circostanze specifiche dei singoli paesi. Nella formulazione di tali giudizi, ove opportuno, possono essere altresì considerati risultati ottenuti con altri metodi.
- Sulla base della propria metodologia di correzione per il ciclo, la Commissione europea ha esaminato per ciascuno Stato membro quale saldo di bilancio strutturale (cioè corretto per il ciclo) consentirebbe al paese in questione di affrontare andamenti congiunturali sfavorevoli mantenendo il disavanzo pubblico entro il valore di riferimento fissato. Chiaramente, anche altre considerazioni rivestono notevole importanza ai fini della fissazione di un idoneo obiettivo di medio termine che soddisfi i requisiti del Patto di stabilità e crescita, quali la necessità di tenere conto di altre fonti di

variabilità e incertezza nei conti pubblici, di assicurare una rapida diminuzione del rapporto tra il debito e il PIL laddove esso è elevato e di provvedere alla copertura dei costi legati all'invecchiamento della popolazione. Di conseguenza, gli Stati membri che intendano avvalersi di politiche discrezionali dovrebbero creare lo spazio di manovra necessario a tal fine.

- È importante impedire che il raggiungimento di un saldo del bilancio prossimo al pareggio o positivo nel medio termine divenga un obiettivo mobile. L'ex Comitato monetario ha ritenuto che dai programmi di stabilità e di convergenza che avrebbero dovuto essere presentati al più tardi entro la fine del 1998 dovesse emergere il raggiungimento tempestivo dell'obiettivo di medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita. Inoltre, l'ex Comitato monetario ha ritenuto, sulla base dell'analisi svolta dalla Commissione europea, che tale obiettivo dovesse essere raggiunto al più tardi entro la fine del 2002.

Rispetto del codice di condotta

In conformità con il Regolamento del Consiglio relativo al Patto di stabilità e crescita, a cui si è fatto riferimento in precedenza, tutti i paesi della UE hanno presentato i propri programmi di stabilità e di convergenza al Consiglio Ecofin e alla Commissione europea prima della scadenza del 1° marzo del 1999. La maggior parte dei programmi è pervenuta prima della fine del 1998, in conformità con quanto concordato dai ministri nella dichiarazione congiunta del 1° maggio 1998.

Per i programmi di stabilità e di convergenza si è in genere riscontrato il rispetto formale del codice di condotta precedentemente illustrato per quanto riguarda l'orizzonte temporale coperto, l'ampiezza delle informazioni fornite e la portata dell'impegno, dichiarato dai governi, ad attuare politiche orientate alla stabilità. Alcuni paesi si sono spinti oltre i requisiti minimi concordati, presentando un resoconto di più ampio respiro dell'evoluzione di importanti capitoli di spesa nel più lungo periodo.

Tuttavia, in occasione del dibattito tenuto al Comitato economico e finanziario sono state altresì

riscontrate talune imperfezioni formali. Quattro programmi non hanno esteso l'orizzonte di programmazione oltre il 2001, tralasciando dunque informazioni utili circa la parte conclusiva del periodo raccomandato negli indirizzi. Seppure generalmente ritenute realistiche, le ipotesi macroeconomiche interne ed esterne sono talvolta apparse superate o addirittura leggermente ottimistiche alla luce delle incertezze che in genere circondano le previsioni economiche a medio termine. Se da un lato è stata sovente affermata una grande determinazione a intraprendere le politiche necessarie al conseguimento degli obiettivi, dall'altro questa non si è sempre concretizzata in una serie di misure particolareggiate. Analogamente, non è risultato sempre possibile distinguere con chiarezza gli sviluppi tendenziali delle componenti del saldo primario da quelli programmati. Inoltre, poiché nella maggior parte dei paesi gli investimenti pubblici sono stati oggetto di correzioni proporzionalmente assai maggiori negli anni fino al 1997, è stato osservato che nei prossimi aggiornamenti dei programmi occorrerà probabilmente prestare maggiore attenzione a questa componente della spesa. Infine, in alcuni casi il Comitato economico e finanziario ha lamentato il ricorso a proiezioni formulate a un alto livello di aggregazione, oppure una vera e propria mancanza di informazioni in merito a variabili economiche fondamentali, in quanto ciò offusca la trasparenza degli scenari di base. In alcuni casi, la scarsità delle informazioni fornite – oltre all'assenza di indicazioni attendibili riguardo alla sensibilità degli obiettivi ufficiali a eventuali mutamenti delle ipotesi macroeconomiche – è stata percepita come un ostacolo alla formulazione di un giudizio pienamente fondato ai fini dell'esercizio della sorveglianza reciproca.

Il concetto di un saldo di bilancio prossimo al pareggio

Oltre ai criteri precedentemente illustrati, relativi al rispetto di requisiti formali, la formulazione di un giudizio complessivo in merito ai programmi dei singoli paesi deve essere sostenuta da considerazioni di natura più sostanziale. Si è posto il problema di stabilire se il ritmo di riduzione dei disavanzi previsto nei programmi potesse essere ritenuto adeguato ai fini del risanamento racco-

mandato nel Patto di stabilità e crescita. In termini generali, il problema può essere considerato quanto meno da tre punti di vista.

- In primo luogo, un aspetto che può essere analizzato è se gli obiettivi fissati dagli Stati membri, non ancora conformi alle norme previste dal Patto di stabilità e crescita, siano coerenti con il requisito di evitare disavanzi eccessivi a fronte delle normali fluttuazioni cicliche. Come già evidenziato in precedenza, si potrebbe ritenere che un paese abbia raggiunto un saldo sufficientemente "prossimo al pareggio" a condizione che la sua struttura economica sia in grado di resistere senza difficoltà alle perturbazioni macroeconomiche e la sua struttura fiscale risulti relativamente stabile rispetto alle oscillazioni cicliche.
- In secondo luogo, può essere messa in discussione anche la scelta dell'arco temporale per il completamento del processo di risanamento fiscale. In particolare, dovrebbe risultare chiaro se i profili temporali indicati nei programmi per il conseguimento del pieno rispetto degli obiettivi in materia di disavanzi siano conformi al Parere formulato dall'ex Comitato monetario e fatto proprio dal Consiglio Ecofin, che richiedeva che dai programmi emergesse "il tempestivo conseguimento dell'obiettivo di medio termine previsto dal Patto di stabilità e crescita".
- In terzo luogo, occorre considerare se i piani attuali creino nei conti pubblici uno spazio di manovra sufficiente a consentire ai paesi di affrontare eventi non necessariamente legati all'andamento ciclico dell'economia senza infrangere il Patto di stabilità e crescita. Variazioni impreviste dei tassi di interesse, ad esempio, e sviluppi demografici previsti possono avere notevoli contraccolpi sulle posizioni di bilancio e allontanare i paesi dai piani elaborati in precedenza. Entrambe le fonti di disturbo possono non essere affatto correlate all'andamento macroeconomico a breve termine. A tale proposito, l'ex Comitato monetario ha riconosciuto la necessità di garantire la rapida riduzione del rapporto tra debito e PIL laddove esso è elevato e di provvedere alla copertura dei costi associati all'invecchiamento della popolazione,

ritenendo che queste siano considerazioni di grande rilievo nella fissazione degli obiettivi di medio termine in conformità con i requisiti previsti nel Patto di stabilità e crescita.

La Commissione europea ha rispettato il proprio mandato per quanto riguarda la valutazione dell'idoneità dei programmi degli Stati membri, tenendo nella dovuta considerazione le differenze nazionali e le diverse condizioni di partenza. Sulla base delle raccomandazioni formulate dalla Commissione europea, il Consiglio Ecofin ha giudicato le strategie di bilancio illustrate in modo dettagliato nei programmi generalmente conformi al requisito di ricondurre le finanze pubbliche a posizioni

tali da poter assorbire gli effetti delle normali fluttuazioni economiche. In tal senso, il Consiglio Ecofin ha ritenuto che i paesi si stiano al momento muovendo nella direzione del conseguimento dell'obiettivo di medio termine raccomandato dal Patto. In alcuni casi, tuttavia, il Consiglio Ecofin ha esortato a perseguire obiettivi di bilancio più ambiziosi, invitando taluni paesi a continuare i propri sforzi di risanamento oltre l'orizzonte previsto, in modo da poter affrontare in maniera adeguata le conseguenze dell'invecchiamento della popolazione. Rivolgendosi in particolare ai paesi che presentano un debito elevato, il Consiglio ha sottolineato l'importanza di mantenere avanzi primari elevati al fine di ridurre il rapporto fra debito e PIL.

4 Valutazione dell'applicazione delle norme in materia di bilancio previste dal Trattato e dal Patto di stabilità e crescita

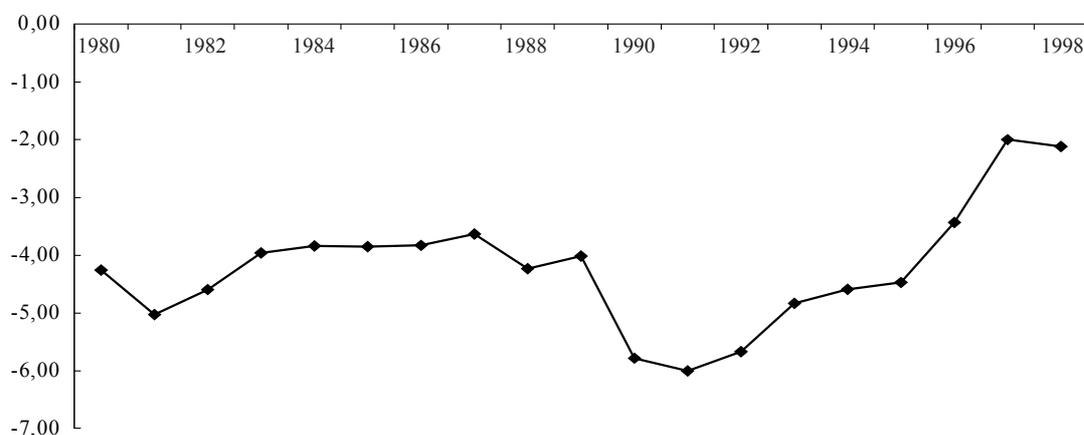
L'andamento fiscale negli ultimi anni e i piani di bilancio per il prossimo futuro vanno valutati nel contesto delle considerevoli azioni di risanamento realizzate dall'inizio del decennio. In seguito al marcato deterioramento dei saldi strutturali, che aveva accompagnato l'espansione congiunturale alla fine degli anni ottanta, i paesi della UE hanno avviato un'inversione di tendenza su vasta scala della politica di bilancio, che ha portato a un miglioramento dei saldi strutturali pari a quasi 4 punti percentuali

del PIL nei cinque anni dal 1992. I futuri partecipanti alla UEM, in particolare, hanno ricevuto un impulso decisivo al risanamento fiscale dal quadro previsto dal Trattato per assicurare una sana gestione macroeconomica (cfr. figura 1). Alcuni di questi paesi, facendo propria con determinazione la cultura della stabilità imposta dal Trattato, sono stati in grado di evitare che incombenti crisi di sfiducia sfociassero in un vero e proprio disordine finanziario di dimensioni imprevedibili.

Figura 1

Saldo di bilancio nell'area dell'euro, corretto per il ciclo

(in percentuale del PIL)



Fonte: Commissione europea.

La tendenza a una maggiore disciplina fiscale ha registrato un'accelerazione dopo la pausa del 1995. Negli undici Stati membri che hanno adottato la moneta unica il 1° gennaio 1999, la necessità inderogabile di rispettare i criteri per la partecipazione alla UEM sin dagli inizi ha imposto l'adozione di misure fiscali di portata senza precedenti. In taluni paesi l'entità dell'aggiustamento necessario ha suggerito che fosse indispensabile il ricorso a misure ad hoc con un limitato costo politico, quale utile complemento a interventi più sostanziali e duraturi. I tagli agli investimenti pubblici e gli aggiustamenti di natura temporanea sono stati quindi attuati confidando che, dopo il varo della Terza fase della UEM, un ambiente economico più favorevole avrebbe permesso una pronta sostituzione delle correzioni temporanee con miglioramenti sostenibili e definitivi delle posizioni strutturali.

Il 1998 ha offerto una opportunità unica di tenere fede a tale proposito. L'andamento dell'attività economica è stato infatti vigoroso in gran parte della UE, toccando livelli mai osservati dagli inizi degli anni '90. Una rapida convergenza verso il nuovo tasso di interesse di riferimento deciso in dicembre per l'area dell'euro ha comportato per molti Stati membri una marcata riduzione del costo del servizio del debito a breve termine, in un momento in cui il venire meno dei rischi di cambio stava spingendo i differenziali di interesse a lungo termine a livelli storicamente bassi. Questo scenario favorevole avrebbe potuto aiutare i governi a portare a termine i compiti che dovevano essere ancora ultimati.

Tuttavia, in larga misura l'opportunità non è stata sfruttata. Soltanto sei paesi della UE (Danimarca, Irlanda, Lussemburgo, Finlandia, Svezia e Regno Unito) hanno infatti soddisfatto letteralmente, sulla base dei conti del 1998, il requisito fissato nel Patto di stabilità e crescita di raggiungere di un saldo del bilancio prossimo al pareggio o positivo. Va notato che soltanto tre dei paesi citati (Irlanda, Lussemburgo e Finlandia) figurano tra gli Stati membri già partecipanti all'area dell'euro. Tutti i rimanenti Stati membri della UE erano ancora relativamente lontani dagli obiettivi da essi stessi indicati nei rispettivi programmi. Dei paesi che partecipano alla terza fase della UEM, cinque

(Germania, Francia, Italia, Austria, Portogallo) hanno registrato disavanzi pari o superiori al 2 per cento del PIL. I due maggiori (Germania e Francia), pur operando in prossimità del livello del prodotto potenziale, hanno registrato disavanzi non sufficientemente lontani dal 3 per cento del PIL, il valore fissato come riferimento in caso di congiuntura non favorevole.

La strategia prevista per il futuro non offre adeguate garanzie. I piani confermano in generale i propositi dei paesi di continuare a seguire la via della prudenza fiscale osservata nel recente passato. In effetti, la determinazione espressa da alcuni paesi di destinare i benefici in termini di gettito fiscale derivanti da un eventuale aumento inatteso della crescita a una ulteriore riduzione del debito dovrebbe, in certi casi, costituire un'assicurazione nei confronti della propensione osservata storicamente ad allentare l'orientamento della politica fiscale in tempi di prosperità economica. Nondimeno, gli esigui margini di sicurezza sinora creati nei conti pubblici e il profilo temporale dell'aggiustamento previsto non sono di buon auspicio per quanto riguarda la capacità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro di resistere a significative inversioni di tendenza delle prospettive economiche.

Soltanto i programmi di stabilità del Belgio e della Spagna, fra quelli presentati dagli Stati membri non ancora conformi ai parametri del Patto di stabilità e crescita, prevedono in modo esplicito il pareggio dei conti entro la fine del periodo in oggetto (cfr. tavola I). I restanti paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria e Portogallo) prevedono implicitamente di raggiungere un indebitamento netto intorno all'1 per cento del PIL entro il 2001 o il 2002, come conclusione dei loro sforzi di risanamento. Le tre maggiori economie si pongono come obiettivo una correzione del saldo primario, tra il 1998 e il 2001 o il 2002, che in media non raggiunge un punto percentuale del PIL. Altri due paesi prevedono in pratica la stabilizzazione dell'avanzo primario sui livelli correnti (Austria) o addirittura una sua riduzione (Paesi Bassi).

Pur rispettando in linea di massima – sebbene talora soltanto in modo vago – le posizioni di riferimento che consentirebbero loro di assorbire

Tavola I

Ipotesi macroeconomiche e obiettivi di bilancio contenuti nei programmi di stabilità e di convergenza degli Stati membri

Paesi	Crescita del PIL a prezzi costanti				Disavanzo pubblico (in perc. del PIL)				Debito pubblico (in perc. del PIL)			
	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
Belgio	2,4	2,3	2,3	2,3	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3	114,5	112,2	109,6	106,8
Danimarca	1,7	2,0	2,0	-	2,5	2,8	2,6	-	56	51	49	-
Germania	2		2½		-2	-2	-1½	-1	61	61	60½	59½
Grecia	3,7	3,9	4,5	-	-2,1	-1,7	-0,8	-	105,8	102,5	99,8	-
Spagna	3,8		3,3		-1,6	-1,0	-0,4	0,1	66,4	64,3	61,9	59,3
Francia	2,7		3,0		-2,3			-0,8	58,7			57,1
Irlanda	6,7	6,4	5,8	-	1,7	1,4	1,6	-	52	47	43	-
Italia	2,5	2,8	2,9	-	-2,0	-1,5	-1,0	-	114,6	110,9	107,0	-
Lussemburgo	3,4		3,7		1,1	1,2	1,3	1,7	- ¹⁾	- ¹⁾	- ¹⁾	- ¹⁾
Paesi Bassi	2,9	2¼ (1999-2002)			-1,3	-	-	-1,1	66,4	-	-	64½
Austria	2,8	2,6	2,1	2,2	-2,0	-1,7	-1,5	-1,4	63,5	62,2	61,2	60,0
Portogallo	3,5	3,5	3,2	3,3	-2,0	-1,5	-1,2	-0,8	56,8	55,8	54,7	53,2
Finlandia	4,0	2,7	2,6	2,6	2,4	2,2	2,1	2,3	48,5	46,4	44,8	43,2
Svezia	2,2	2,6	2,5	-	0,3	1,6	2,5	-	71,4	66,7	58,0	-
Regno Unito ²⁾	1	2½	2¼	2½	-0,3	-0,3	-0,1	0,2	46,7	45,4	43,7	42,0

1) In base al programma di stabilità del Lussemburgo il debito delle Amministrazioni pubbliche, che in totale rappresentava il 6,7 per cento del PIL nel 1998, non aumenterà nel corso del periodo di previsione.

2) Presentato secondo l'anno finanziario.

le normali fluttuazioni mantenendo i disavanzi entro il valore previsto dal Trattato, purtroppo i paesi non si sono posti traguardi ambiziosi. L'approccio minimalista alla stabilità fiscale che ha prevalso non risulta soddisfacente per una serie di ragioni.

In primo luogo questo approccio sembra riflettere l'idea che vi sia un *trade-off* tra riduzione del disavanzo e riforma strutturale. Alcuni programmi sono impostati in base all'idea che la struttura dell'aggiustamento debba essere considerata prioritaria rispetto all'entità della correzione necessaria. Tale concezione non è giustificata. Incentrare i piani di politica di bilancio, in misura senza precedenti nel recente passato, su una riduzione piuttosto che un aumento dell'imposizione fiscale è certamente cruciale per compensare le perdite in termini di efficienza accumulate nel corso di decenni di crescita inesorabile della dimensione degli apparati pubblici. Inoltre, la finalità, dichiarata da paesi dotati di sistemi previdenziali maturi, di riequilibrare la spesa pubblica dai trasferimenti correnti in favore degli investimenti pubblici, può risultare uno strumento in grado di ridare vitalità al potenziale di crescita delle rispettive economie. La correzione del disavanzo è, tuttavia, una

componente indispensabile della medesima politica di riforma strutturale. L'esperienza dei paesi della UE che sono all'avanguardia nel campo del risanamento fiscale, e che hanno attuato nel contempo misure strutturali di ampio respiro, dimostra l'erroneità dell'idea che i due approcci di politica di bilancio vadano visti come alternativi. Essi dovrebbero piuttosto essere perseguiti come aspetti complementari della medesima strategia, in grado di rafforzarsi a vicenda.

In secondo luogo, i governi di gran parte degli Stati membri della UE non hanno, al momento, politiche coerenti volte a ridurre i disavanzi corretti per il ciclo. La correzione dei disavanzi posta come obiettivo implica un'azione discrezionale molto limitata e sarà posta in atto soltanto se la crescita sarà sostenuta e in un contesto di stabilità finanziaria. Nello scenario più ottimistico, all'inizio del prossimo secolo diversi tra i principali paesi della UE si troveranno ad avere posizioni di bilancio a partire dalle quali risulterà praticamente impossibile resistere alle normali fluttuazioni macroeconomiche senza correre il rischio di non rispettare il valore di riferimento fissato per i disavanzi. I loro conti non lasceranno margini supplementari per contrastare shock provenienti dai

mercati finanziari o per reagire a eventi imprevedibili. La stessa UEM potrebbe accrescere queste ultime tensioni. L'ampliamento delle basi imponibili e la mobilità dei fattori all'interno dell'area dell'euro potrebbero intaccare la sovranità fiscale degli Stati membri dove la pressione fiscale sui redditi da lavoro e da capitale è più elevata. Ciò tenderà a produrre una erosione del gettito rispetto alle previsioni su cui si basano i piani di politica di bilancio. La possibile riduzione dei trasferimenti di fondi strutturali della UE verso i paesi che sono al momento beneficiari netti potrebbe analogamente condurre a una riduzione delle entrate. Alcuni paesi potrebbero altresì trovarsi nella necessità di disporre di una maggiore libertà nell'azione di bilancio per essere in grado di attuare una politica fiscale attiva, in sostituzione della perduta leva della politica del cambio, al fine di essere in grado di rispondere a eventuali shock asimmetrici. L'adozione di provvedimenti di bilancio preventivi per far fronte a questa eventualità potrebbe evitare la necessità di ricorrere a misure potenzialmente molto onerose in futuro, al concretizzarsi effettivo dei rischi.

In terzo luogo, le misure programmate sono di norma differite verso la fine dell'orizzonte di previsione. La tendenza a rimandare al termine del periodo la convergenza verso l'obiettivo aggiunge una incertezza politica – circa le priorità dei governi che saranno al potere fra due o tre anni – ai rischi già presenti negli scenari di fondo. Accelerando il ritmo dell'aggiustamento si sarebbe quindi rimossa quanto meno una fonte di rischio.

Infine, e forse questo è l'aspetto più importante, è stato fatto ben poco al fine di preparare i bilanci alle tensioni che secondo le previsioni emergeranno dopo la prima metà del prossimo decennio. È stato calcolato che in seguito

all'evoluzione demografica si aggiungeranno circa 7 punti percentuali del PIL alla spesa per pensioni e sanità nell'area dell'euro entro la fine del terzo decennio del prossimo secolo. Studi recenti hanno stimato la portata della correzione fiscale immediata che sarebbe necessaria in Europa per assorbire l'impatto cumulativo di tali obbligazioni implicite e nel contempo impedire l'incremento del rapporto tra debito e PIL. Salvo eccezioni secondarie, volendo osservare questo margine precauzionale supplementare, i paesi dovrebbero immediatamente passare dalle attuali posizioni a una situazione di pareggio dei conti. Ad alcuni di essi sarebbe richiesto uno sforzo maggiore.

L'adozione di provvedimenti preventivi per far fronte all'impatto sui bilanci di tali sviluppi straordinari presenta quanto meno due aspetti. Il primo consiste, naturalmente, nel tentativo di conseguire un miglioramento più rapido della situazione debitoria netta dello Stato, al fine di creare un margine che consenta di affrontare le pressioni di spesa quando queste infine si intensificheranno. Il rispetto rigoroso della norma, contenuta nel Patto di stabilità e crescita, che prevede almeno il pareggio dei conti nel medio termine (vale a dire nell'arco del ciclo, secondo l'interpretazione dell'ex Comitato monetario, cfr. allegato 7) accelererebbe la diminuzione del debito in rapporto al PIL. Si calcola che ciò libererebbe un ammontare significativo di risorse oggi utilizzate per il servizio del debito, che potrebbero essere utilmente destinate in parte al finanziamento delle crescenti esigenze di spesa. Il secondo aspetto, una riforma tempestiva e complessiva dei sistemi previdenziali, provvederebbe quindi a compensare la restante parte dell'incremento previsto dei trasferimenti agli anziani.

5 Osservazioni conclusive

Negli ultimi tempi all'interno della UE sono stati compiuti progressi sulla via del risanamento fiscale. Sono stati ridotti i disavanzi pubblici, che assorbono costantemente una parte del risparmio privato e sottraggono risorse produttive. Gli oneri debitori, seppure tuttora considerevoli, hanno interrotto la precedente tendenza a una continua ascesa.

Il codice di condotta in materia di politica fiscale, a cui i governi hanno ancorato le loro politiche all'atto della firma del Trattato e dell'adozione del Patto di stabilità e crescita, rappresenta un utile strumento ai fini della salvaguardia di condizioni sane delle finanze pubbliche nell'ambito del nuovo regime di politica economica.

I programmi di stabilità e di convergenza presentati tra la fine del 1998 e l'inizio del 1999 hanno ribadito l'impegno politico al proseguimento delle politiche perseguite nel recente passato. I governi appaiono determinati a garantire che l'alleggerimento della pressione fiscale sia durevole, compensando le precedenti misure una tantum, i cui effetti positivi nell'arginare i disavanzi si esauriscono nel corso del tempo. È altresì rassicurante il fatto che gli obiettivi fissati in precedenza per il 1999 siano stati riaffermati nelle comunicazioni presentate dagli Stati membri alla Commissione europea.

Il risanamento fiscale è, tuttavia, un processo destinato a proseguire, che richiede uno sforzo innovativo. L'atteggiamento attualmente prevalente per quanto riguarda la portata e i tempi del risanamento consiste nel perseguire gli obiettivi meno ambiziosi compatibili con il rispetto formale del Patto di stabilità e crescita. Alcuni paesi hanno redatto i propri programmi sulla base della previsione di una situazione finanziaria e macroeconomica relativamente favorevole, che però potrebbe ex post dimostrarsi eccessivamente ottimistica. Inoltre alcuni paesi, se da un lato hanno mostrato una determinazione encomiabile a riformare le proprie strutture economiche, dall'altro sembrano ritenere che lo sforzo di affrontare gli aspetti strutturali potrebbe talvolta giustificare l'adozione di un calendario più graduale per il completamento dell'opera di risanamento. Tuttavia, tale atteggiamento non appare giustificato alla luce della più recente esperienza degli Stati membri che si sono posti all'avanguardia nell'affrontare sia il risanamento fiscale sia la correzione di problemi strutturali di vecchia data.

Nell'evenienza di un improvviso peggioramento delle prospettive interne e internazionali, non è

del tutto chiaro quale sarebbe esattamente la risposta delle politiche di bilancio e se, in determinate circostanze, l'orizzonte stabilito per il conseguimento della piena convergenza verso l'obiettivo verrebbe osservato oppure ne verrebbe consentito uno slittamento in avanti. Tali incertezze sono aggravate dalla pratica diffusa di rimandare l'aggiustamento previsto al termine del periodo considerato, differendo quindi l'azione al futuro più lontano e dunque più incerto. La mancanza di provvedimenti preventivi per far fronte a situazioni sfavorevoli può rendere le strutture fiscali vulnerabili a un improvviso deterioramento delle condizioni macroeconomiche. Più in generale, a causa della scelta di obiettivi non sufficientemente ambiziosi, le finanze pubbliche di diversi paesi sono destinate a trovarsi impreparate di fronte alle sfide di natura strutturale che le attendono.

Politiche fiscali rigorose e oneri fiscali modesti tendono a contribuire non solo alla riduzione dei tassi di interesse reali a lungo termine, alla diminuzione del grado di incertezza e all'aumento della formazione di capitale privato, ma, in virtù di questo, concorrono anche a una maggiore crescita del prodotto e dell'occupazione nel medio termine, oltre che ad agevolare il compito della politica monetaria di mantenere la stabilità dei prezzi. Il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine è il massimo contributo che la politica monetaria può offrire al miglioramento delle prospettive di crescita e di occupazione nel lungo periodo, a prescindere dall'evoluzione della situazione fiscale. Per contro, politiche fiscali non rigorose tendono ad aumentare le aspettative inflazionistiche e costringono la politica monetaria a mantenere i tassi a breve termine su livelli relativamente elevati, riducendo, di conseguenza, i vantaggi netti derivanti dalla stabilità dei prezzi.

Allegati

I. Il coordinamento delle politiche economiche nella Terza fase dell'UEM (estratti dal Trattato)

Articolo 98 (ex articolo 102 A)

Gli Stati membri attuano la loro politica economica allo scopo di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti all'articolo 2 e nel contesto degli indirizzi di massima di cui all'articolo 99, paragrafo 2. Gli Stati membri e la Comunità agiscono nel rispetto dei principi di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo un'efficace allocazione delle risorse, conformemente ai principi di cui all'articolo 4.

Articolo 99 (ex articolo 103)

1. Gli Stati membri considerano le loro politiche economiche una questione di interesse comune e le coordinano nell'ambito del Consiglio, conformemente alle disposizioni dell'articolo 98.

2. Il Consiglio, deliberando a maggioranza qualificata su raccomandazione della Commissione, elabora un progetto di indirizzi di massima per le politiche economiche degli Stati membri e della Comunità, e ne riferisce le risultanze al Consiglio europeo.

Il Consiglio europeo, deliberando sulla base di detta relazione del Consiglio, dibatte delle conclusioni in merito agli indirizzi di massima per le politiche economiche degli Stati membri e della Comunità.

Sulla base di dette conclusioni, il Consiglio, deliberando a maggioranza qualificata, adotta una raccomandazione che definisce i suddetti indirizzi di massima. Il Consiglio informa il Parlamento europeo in merito a tale raccomandazione.

3. Al fine di garantire un più stretto coordinamento delle politiche economiche e

una convergenza duratura dei risultati economici degli Stati membri, il Consiglio, sulla base di relazioni presentate dalla Commissione, sorveglia l'evoluzione economica in ciascuno degli Stati membri e nella Comunità, nonché la coerenza delle politiche economiche con gli indirizzi di massima di cui al paragrafo 2 e procede regolarmente ad una valutazione globale.

Ai fini di detta sorveglianza multilaterale, gli Stati membri trasmettono alla Commissione le informazioni concernenti le misure di rilievo da essi adottate nell'ambito della loro politica economica, nonché tutte le altre informazioni da essi ritenute necessarie.

4. Qualora si accerti, secondo la procedura prevista al paragrafo 3, che le politiche economiche di uno Stato membro non sono coerenti con gli indirizzi di massima di cui al paragrafo 2 o rischiano di compromettere il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria, il Consiglio, deliberando a maggioranza qualificata su raccomandazione della Commissione, può rivolgere allo Stato membro in questione le necessarie raccomandazioni. Il Consiglio, deliberando a maggioranza qualificata su proposta della Commissione, può decidere di rendere pubbliche le proprie raccomandazioni.

Il presidente del Consiglio e la Commissione riferiscono al Parlamento europeo i risultati della sorveglianza multilaterale. Se il Consiglio ha reso pubbliche le proprie raccomandazioni, il presidente del Consiglio può essere invitato a comparire dinanzi alla commissione competente del Parlamento europeo.

5. Il Consiglio, deliberando in conformità della procedura di cui all'articolo 252, può adottare le modalità della procedura di sorveglianza multilaterale di cui ai paragrafi 3 e 4.

Articolo 100 (ex articolo 103 A)

1. Fatta salva ogni altra procedura prevista dal presente trattato, il Consiglio, su proposta della Commissione, può decidere all'unanimità in merito alle misure adeguate alla situazione economica, in particolare qualora sorgano gravi difficoltà nell'approvvigionamento di determinati prodotti.

2. Qualora uno Stato membro si trovi in difficoltà o sia seriamente minacciato da gravi

difficoltà a causa di circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo, il Consiglio, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione, può concedere a determinate condizioni un'assistenza finanziaria comunitaria allo Stato membro interessato. Qualora le gravi difficoltà siano provocate da calamità naturali, il Consiglio delibera a maggioranza qualificata. Il presidente del Consiglio informa il Parlamento europeo in merito alla decisione presa.

2. Restrizioni al finanziamento del settore pubblico (estratti dal Trattato)

Articolo 101 (ex articolo 104)

1. È vietata la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della BCE o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate "banche centrali nazionali"), a istituzioni o organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della BCE o delle banche centrali nazionali.

2. Le disposizioni del paragrafo 1 non si applicano agli enti creditizi di proprietà pubblica che, nel contesto dell'offerta di liquidità da parte delle banche centrali, devono ricevere dalle banche centrali nazionali e dalla BCE lo stesso trattamento degli enti creditizi privati.

Articolo 102 (ex articolo 104 A)

1. È vietata qualsiasi misura, non basata su considerazioni prudenziali, che offra alle istituzioni o agli organi della Comunità, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri un accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie.

2. Anteriormente al 1° gennaio 1994, il Consiglio, deliberando in conformità della procedura di cui all'articolo 252, precisa le definizioni necessarie per l'applicazione del divieto di cui al paragrafo 1.

Articolo 103 (ex articolo 104 B)

1. La Comunità non risponde né si fa carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali, dagli enti regionali, locali, o altri enti pubblici, da altri organismi di diritto pubblico o da imprese pubbliche di qualsiasi Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto economico specifico. Gli Stati membri non sono responsabili né subentrano agli impegni dell'amministrazione statale, degli enti regionali, locali o degli altri enti pubblici, di altri organismi di diritto pubblico o di imprese pubbliche di un altro Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto specifico.

2. Se necessario, il Consiglio, deliberando in conformità della procedura di cui all'articolo 252, può precisare definizioni per l'applicazione dei divieti di cui all'articolo 101 e al presente articolo.

3. Regole di disciplina di bilancio e procedura per i disavanzi eccessivi (estratti dall'articolo 104 (ex articolo 104 C) del Trattato e dall'annesso Protocollo n. 5)

Articolo 104 (ex articolo 104C)

1. Gli Stati membri devono evitare disavanzi pubblici eccessivi.

2. La Commissione sorveglia l'evoluzione della situazione di bilancio e dell'entità del debito pubblico negli Stati membri, al fine di individuare errori rilevanti. In particolare esamina la conformità alla disciplina di bilancio sulla base dei due criteri seguenti:

a) se il rapporto tra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, a meno che

- il rapporto non sia diminuito in modo sostanziale e continuo e abbia raggiunto un livello che si avvicina al valore di riferimento;
- oppure, in alternativa, il superamento del valore di riferimento sia solo eccezionale e temporaneo e il rapporto resti vicino al valore di riferimento;

b) se il rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo superi un valore di riferimento, a meno che detto rapporto non si stia riducendo in misura sufficiente e non si avvicini al valore di riferimento con ritmo adeguato.

I valori di riferimento sono specificati nel protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi allegato al presente trattato.

3. Se uno Stato membro non rispetta i requisiti previsti da uno o entrambi i criteri menzionati, la Commissione prepara una relazione. La relazione della Commissione tiene conto anche dell'eventuale differenza tra il disavanzo pubblico e la spesa pubblica per gli investimenti e tiene conto di tutti gli altri fattori significativi, compresa la posizione economica e di bilancio a medio termine dello Stato membro.

La Commissione può inoltre preparare una relazione se ritiene che in un determinato Stato membro, malgrado i criteri siano rispettati, sussista il rischio di un disavanzo eccessivo.

4. Il Comitato previsto dall'articolo 114 formula un parere in merito alla relazione della Commissione.

5. La Commissione, se ritiene che in uno Stato membro esista o possa determinarsi in futuro un disavanzo eccessivo, trasmette un parere al Consiglio.

6. Il Consiglio, deliberando a maggioranza qualificata su raccomandazione della Commissione e considerate le osservazioni che lo Stato membro interessato ritenga di formulare, decide, dopo una valutazione globale, se esiste un disavanzo eccessivo.

7. Se, ai sensi del paragrafo 6, viene deciso che esiste un disavanzo eccessivo, il Consiglio formula raccomandazioni allo Stato membro in questione al fine di far cessare tale situazione entro un determinato periodo. Fatto salvo il disposto del paragrafo 8, dette raccomandazioni non sono rese pubbliche.

8. Il Consiglio, qualora determini che nel periodo prestabilito non sia stato dato seguito effettivo alle sue raccomandazioni, può rendere pubbliche dette raccomandazioni.

9. Qualora uno Stato membro persista nel disattendere le raccomandazioni del Consiglio, quest'ultimo può decidere di intimare allo Stato membro di prendere, entro un termine stabilito, le misure volte alla riduzione del disavanzo che il Consiglio ritiene necessaria per correggere la situazione.

In tal caso il Consiglio può chiedere allo Stato membro in questione di presentare relazioni secondo un calendario preciso, al fine di esaminare gli sforzi compiuti da detto Stato membro per rimediare alla situazione.

10. I diritti di esperire le azioni di cui agli articoli 226 e 227 non possono essere esercitati nel quadro dei paragrafi da 1 a 9 del presente articolo.

11. Fintantoché uno Stato membro non ottempera ad una decisione presa in conformità del paragrafo 9, il Consiglio può decidere di applicare o, a seconda dei casi, di intensificare una o più delle seguenti misure:

- chiedere che lo Stato membro interessato pubblichi informazioni supplementari, che saranno specificate dal Consiglio, prima dell'emissione di obbligazioni o altri titoli;
- invitare la Banca europea per gli investimenti a riconsiderare la sua politica di prestiti verso lo Stato membro in questione;
- richiedere che lo Stato membro in questione costituisca un deposito infruttifero di importo adeguato presso la Comunità, fino a quando, a parere del Consiglio, il disavanzo eccessivo non sia stato corretto;
- infliggere ammende di entità adeguata.

Il presidente del Consiglio informa il Parlamento europeo delle decisioni adottate.

12. Il Consiglio abroga alcune o tutte le decisioni di cui ai paragrafi da 6 a 9 e 11 nella misura in cui ritiene che il disavanzo eccessivo nello Stato membro in questione sia stato corretto. Se precedentemente aveva reso pubbliche le sue raccomandazioni, il Consiglio dichiara pubblicamente, non appena sia stata abrogata la decisione di cui al paragrafo 8, che non esiste più un disavanzo eccessivo nello Stato membro in questione.

13. Nell'adottare le decisioni di cui ai paragrafi da 7 a 9, 11 e 12, il Consiglio delibera su raccomandazione della Commissione alla maggioranza dei due terzi dei voti dei propri membri conformemente all'articolo 205, paragrafo 2, ed escludendo i voti del rappresentante dello Stato membro in questione.

14. Ulteriori disposizioni concernenti l'attuazione della procedura descritta nel presente articolo sono

precisate nel protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi allegato al presente trattato.

Il Consiglio, deliberando all'unanimità su proposta della Commissione e previa consultazione del Parlamento europeo e della BCE, adotta le opportune disposizioni che sostituiscono detto protocollo.

Fatte salve le altre disposizioni del presente paragrafo, anteriormente al 1° gennaio 1994, il Consiglio, deliberando a maggioranza qualificata su proposta della Commissione e previa consultazione del Parlamento europeo, precisa le modalità e le definizioni per l'applicazione delle disposizioni di detto protocollo.

Protocollo (n. 5) sulla procedura per i disavanzi eccessivi

Articolo 1

I valori di riferimento di cui all'articolo 104, paragrafo 2, del trattato sono:

- il 3 % per il rapporto fra il disavanzo pubblico, previsto o effettivo, e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato;
- il 60 % per il rapporto fra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato.

Articolo 2

Nell'articolo 104 del trattato e nel presente protocollo:

- per pubblico, si intende la pubblica amministrazione, vale a dire l'amministrazione statale, regionale o locale e i fondi di previdenza sociale, ad esclusione delle operazioni commerciali, quali definiti nel Sistema europeo di conti economici integrati;
- per disavanzo, si intende l'indebitamento netto quale definito nel Sistema europeo di conti economici integrati;
- per investimento, si intende la formazione lorda di capitale fisso, quale definita nel Sistema

europeo di conti economici integrati;

- per debito, si intende il debito lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori della pubblica amministrazione quale definita nel primo trattino.

Articolo 3

Al fine di garantire l'efficacia della procedura per i disavanzi eccessivi, i governi degli Stati membri, ai sensi della stessa, sono responsabili dei disavanzi della pubblica amministrazione come defi-

nita all'articolo 2, primo trattino, del presente protocollo. Gli Stati membri assicurano che le procedure nazionali in materia di bilancio consentano loro di rispettare gli obblighi derivanti dal trattato in questo settore. Gli Stati membri riferiscono alla Commissione, tempestivamente e regolarmente, in merito al loro disavanzo, previsto ed effettivo, nonché al livello del loro debito.

Articolo 4

I dati statistici da utilizzare per l'applicazione del presente protocollo sono forniti dalla Commissione.

4. Gli impegni degli Stati membri, della Commissione europea e del Consiglio europeo (estratti dalla Risoluzione del Consiglio europeo del 17 giugno 1997)

Gli Stati membri

1. si impegnano a rispettare l'obiettivo di una situazione di bilancio a medio termine comportante un saldo vicino al pareggio o positivo, indicato nei loro programmi di stabilità o convergenza, e a mettere in atto i correttivi di bilancio che ritengono necessari per conseguire gli obiettivi dei loro programmi di stabilità o convergenza, ogniqualvolta dispongano di informazioni indicanti un divario significativo, effettivo o presunto, da detti obiettivi;
2. sono invitati a rendere pubbliche, di propria iniziativa le raccomandazioni che il Consiglio rivolge loro a norma dell'articolo 103, paragrafo 4;
3. si impegnano ad intervenire sul bilancio con i correttivi che ritengono necessari per conseguire gli obiettivi dei loro programmi di stabilità e convergenza, allorché ricevono un segnale di allarme sotto forma di raccomandazioni del Consiglio a norma dell'articolo 103, paragrafo 4;
4. avviano senza indugio gli aggiustamenti di bilancio che ritengono necessari, non appena ricevano informazioni indicanti il rischio di un disavanzo eccessivo;
5. rimediano il più rapidamente possibile ai disavanzi eccessivi constatati; tale correzione deve

essere portata a termine non oltre l'anno successivo alla constatazione del disavanzo eccessivo, salvo circostanze particolari;

6. sono invitati a rendere pubbliche, di propria iniziativa, le raccomandazioni che sono loro rivolte a norma dell'articolo 104 C, paragrafo 7;

7. si impegnano a invocare l'articolo 2, paragrafo 3 del Regolamento del Consiglio per l'accelerazione e il chiarimento delle modalità di attuazione della procedura per i disavanzi eccessivi solo nel caso di una recessione grave; nel valutare se la recessione economica è grave, di regola gli stati membri prendono come punto di riferimento una diminuzione annua del PIL in termini reali di almeno lo 0,75%.

La Commissione

1. eserciterà il suo diritto di iniziativa a norma del trattato in modo da facilitare il funzionamento rigoroso, tempestivo ed effettivo del patto di stabilità e crescita;

2. presenterà senza indugio le relazioni, i pareri e le raccomandazioni necessarie per consentire l'adozione di decisioni del Consiglio a norma degli articoli 103 e 104 C: ciò faciliterà l'effettivo

funzionamento del sistema di allarme nonché il rapido avvio e l'applicazione rigorosa della procedura per i disavanzi eccessivi;

3. si impegna a preparare una relazione a norma dell'articolo 104 C, paragrafo 3 ogniqualvolta vi sia rischio di disavanzo eccessivo od ogniqualvolta il disavanzo pubblico programmato o effettivo superi il valore di riferimento del 3% del PIL, mettendo così in moto la procedura di cui all'articolo 104 C, paragrafo 3;

4. si impegna, qualora ritenga che un disavanzo superiore al 3% del PIL non sia eccessivo e questo suo parere diverga da quello del Comitato economico e finanziario, a presentare per iscritto al Consiglio le motivazioni della sua posizione;

5. si impegna, a seguito di una richiesta del Consiglio ai sensi dell'articolo 109 D, a presentare, di regola, una raccomandazione di decisione del Consiglio circa l'esistenza o meno di un disavanzo eccessivo ai sensi dell'articolo 104 C, paragrafo 6.

Il Consiglio

1. è invitato a impegnarsi ad attuare con rigore e tempestività tutti gli elementi del patto di stabilità e crescita che sono di sua competenza;

2. è sollecitato a considerare come limiti massimi le scadenze previste per l'applicazione della procedura per i disavanzi eccessivi; in particolare,

agendo a norma dell'articolo 104 C, paragrafo 7, esso raccomanda che i disavanzi eccessivi – non appena si presentino – siano corretti con la massima tempestività, entro l'anno successivo alla constatazione, salvo sussistano circostanze particolari;

3. è invitato a infliggere sempre sanzioni allo Stato membro partecipante che non prenda le misure richieste per porre termine alla situazione di disavanzo eccessivo come raccomandato dal Consiglio;

4. è sollecitato a richiedere sempre la costituzione di un deposito infruttifero, ogniqualvolta il Consiglio decida di imporre sanzioni ad uno Stato membro partecipante conformemente all'articolo 104 C, paragrafo 11;

5. è sollecitato a convertire sempre un deposito in ammenda dopo un periodo di due anni dalle decisioni di imporre sanzioni conformemente all'articolo 104 C, paragrafo 11, a meno che, a parere del Consiglio, il disavanzo eccessivo non sia stato corretto;

6. è invitato a mettere sempre per iscritto le ragioni che giustificano la decisione di non dare seguito – in qualsiasi fase della procedura per disavanzi eccessivi o di quella di sorveglianza della situazione di bilancio – a una raccomandazione della Commissione e, in tal caso, a rendere pubblico il voto di ciascuno Stato membro.

5. La procedura per i disavanzi eccessivi nella Terza fase dell'UEM (estratti dal Regolamento del Consiglio (EC) n. 1467/97 del 7 luglio 1997, Sezione I: Definizioni valutazioni)

Articolo 1

1. Il presente Regolamento stabilisce le disposizioni per l'accelerazione e il chiarimento della procedura per i disavanzi eccessivi, allo scopo di dissuadere l'emergere di disavanzi pubblici eccessivi e di correggere prontamente i disavanzi che si siano tuttavia determinati.

2. Ai fini del presente Regolamento per "Stati membri partecipanti" si intendono gli Stati membri

che adottano la moneta unica in conformità del trattato e per "Stati membri non partecipanti" si intendono gli Stati membri che non hanno adottato la moneta unica.

Articolo 2

1. Il superamento del valore di riferimento per il disavanzo pubblico è considerato eccezionale e

temporaneo, ai sensi dell'articolo 104 C, paragrafo 2, lettera a), secondo trattino, qualora sia determinato da un evento inconsueto non soggetto al controllo dello Stato membro interessato ed abbia rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria della pubblica amministrazione oppure nel caso sia determinato da una grave recessione economica

Inoltre il superamento del valore di riferimento è considerato temporaneo se le proiezioni di bilancio elaborate dalla Commissione indicano che il disavanzo diminuirà al di sotto del valore di riferimento dopo che siano cessati l'evento inconsueto o la grave recessione economica.

2. Nel predisporre la relazione di cui all'articolo 104 C, paragrafo 3, la Commissione considera, in

linea di principio, che il superamento del valore di riferimento provocato da una grave recessione economica sia eccezionale solo qualora sussista un declino annuo del PIL in termini reali pari almeno al 2%.

3. Ogniqualvolta decide, ai sensi dell'articolo 104 C, paragrafo 6, sull'esistenza di un disavanzo eccessivo, il Consiglio tiene conto nella sua valutazione globale delle osservazioni formulate dallo Stato membro per dimostrare che il declino annuo del PIL, pur inferiore al 2% in termini reali, è tuttavia eccezionale alla luce di elementi ulteriori, in particolare avuto riguardo alle modalità improvvise ed inattese con cui la recessione si è manifestata o della diminuzione cumulata della produzione rispetto alle tendenze passate.

6. Contenuto dei programmi di stabilità e di convergenza nella Terza fase dell'UEM (estratti dal Regolamento del Consiglio (EC) n. 1466/97 del 7 luglio 1997)

Sezione 1: Obiettivo e definizioni

Articolo 1

Il presente Regolamento stabilisce le disposizioni relative al contenuto, alla presentazione, all'esame e alla sorveglianza dei programmi di stabilità e dei programmi di convergenza nell'ambito della sorveglianza multilaterale che deve essere esercitata dal Consiglio per prevenire tempestivamente il determinarsi di disavanzi pubblici eccessivi e promuovere la sorveglianza e il coordinamento delle politiche economiche.

Articolo 2

Ai fini del presente regolamento si intendono per "Stati membri partecipanti" gli Stati membri che hanno adottato la moneta unica conformemente al trattato e per "Stati membri non partecipanti" quelli che non hanno adottato la moneta unica.

Sezione 2: Programmi di stabilità

Articolo 3

1. Ciascuno Stato membro partecipante presenta al Consiglio e alla Commissione le informazioni necessarie ai fini dell'esercizio periodico della sorveglianza multilaterale di cui all'articolo 103 del trattato nella forma di un programma di stabilità, che costituisce una base essenziale per la stabilità dei prezzi e per una crescita vigorosa, sostenibile e favorevole alla creazione di posti di lavoro.

2. Il programma di stabilità contiene le seguenti informazioni:

a) l'obiettivo a medio termine di una situazione di bilancio della pubblica amministrazione, con un saldo prossimo al pareggio o in attivo e il percorso di avvicinamento a tale obiettivo nonché l'andamento previsto del rapporto debito pubblico/PIL;

b) le principali ipotesi sul previsto andamento dell'economia, nonché sulle altre principali variabili economiche rilevanti per la realizzazione del

programma di stabilità, quali le spese per investimenti pubblici, la crescita reale del PIL, l'occupazione e l'inflazione;

c) la descrizione dei provvedimenti di bilancio e delle altre misure di politica economica adottati o proposti per conseguire gli obiettivi del programma nonché, per le misure più importanti della manovra di bilancio, una stima dei loro effetti quantitativi sui conti pubblici;

d) l'analisi delle ripercussioni di eventuali modifiche delle principali ipotesi economiche sulla posizione di bilancio e sul debito.

3. Le informazioni concernenti l'evoluzione del rapporto tra il saldo di bilancio della pubblica amministrazione e PIL come pure del rapporto tra debito pubblico e PIL nonché delle principali ipotesi economiche di cui al paragrafo 2, lettere a) e b) sono espresse su base annua ed includono, oltre all'anno in corso e a quello precedente, almeno i tre anni successivi.

Articolo 4

1. I programmi di stabilità sono presentati prima del 1° marzo 1999. Successivamente sono presentati programmi aggiornati ogni anno. Gli Stati membri che abbiano adottato la moneta unica in un momento successivo presentano il loro programma di stabilità entro sei mesi dalla decisione del Consiglio relativa alla loro partecipazione alla moneta unica.

2. Gli Stati membri rendono pubblici i programmi di stabilità ed i programmi aggiornati.

Articolo 5

1. Sulla base della valutazione della Commissione e del comitato di cui all'articolo 109 C del trattato, il Consiglio esamina, nell'ambito della sorveglianza multilaterale di cui all'articolo 103, se l'obiettivo di bilancio a medio termine di ciascun programma di stabilità preveda un margine di manovra per evitare il determinarsi di un disavanzo eccessivo, se le ipotesi economiche sulle quali il programma è fondato siano realistiche e se le misure adottate e/o proposte siano adeguate per la realizzazione del percorso prospettato

di avvicinamento all'obiettivo di bilancio a medio termine.

Il Consiglio esamina inoltre se il programma di stabilità faciliti un più stretto coordinamento delle politiche economiche e se le politiche economiche dello Stato membro interessato siano coerenti con gli indirizzi di massima per le politiche economiche.

2. Il Consiglio procede all'esame di ciascuno dei programmi di stabilità di cui al paragrafo 1 entro al massimo due mesi dalla presentazione del programma. Il Consiglio, su raccomandazione della Commissione e previa consultazione del comitato di cui all'articolo 109 C, formula un parere sul programma. Se, conformemente all'articolo 103, ritiene che gli obiettivi e i contenuti del programma debbano essere rafforzati, il Consiglio invita, nel suo parere, lo Stato membro interessato ad adeguare il suo programma.

3. I programmi di stabilità aggiornati sono esaminati dal comitato di cui all'articolo 109 C sulla base della valutazione della Commissione; se necessario i programmi aggiornati possono essere esaminati anche dal Consiglio secondo la procedura di cui ai paragrafi 1 e 2 del presente articolo.

Articolo 6

1. Nell'ambito della sorveglianza multilaterale di cui all'articolo 103, paragrafo 3, il Consiglio verifica l'applicazione dei programmi di stabilità, fondandosi sulle informazioni fornite dagli Stati membri partecipanti e sulle valutazioni della Commissione e del comitato di cui all'articolo 109 C, in particolare allo scopo di individuare scostamenti sensibili, in atto o prevedibili, della posizione di bilancio rispetto all'obiettivo a medio termine o al percorso di avvicinamento a tale obiettivo definito nel programma per il saldo di bilancio della pubblica amministrazione.

2. Qualora individui uno scostamento sensibile della posizione di bilancio dall'obiettivo a medio termine o dal percorso di avvicinamento a tale obiettivo, il Consiglio, allo scopo di prevenire tempestivamente il determinarsi di un disavanzo eccessivo, rivolge allo Stato

membro interessato una raccomandazione, a norma dell'articolo 103, paragrafo 4, perché adotti le necessarie misure di aggiustamento del bilancio.

3. Qualora ritenga, nell'esercizio della successiva sorveglianza, che lo scostamento della posizione di bilancio dall'obiettivo a medio

termine o dal percorso di avvicinamento a tale obiettivo persista o si aggravi, il Consiglio rivolge allo Stato membro interessato, a norma dell'articolo 103, paragrafo 4, una raccomandazione perché adotti prontamente misure correttive e può, come previsto da tale articolo, rendere pubblica la propria raccomandazione.

7. Il formato e i contenuti dei programmi di stabilità e convergenza (Appendice al Parere dell'ex Comitato monetario su questo argomento, approvato dal Consiglio Ecofin e pubblicato in seguito alla sua riunione del 12 ottobre 1998 a Lussemburgo)

Natura degli indirizzi

La Commissione propone che gli indirizzi esposti nella presente relazione vengano adottati in forma di codice di buona prassi e di lista di controllo ad uso degli Stati membri in sede di redazione dei programmi di stabilità e di convergenza. Ciò agevolerà l'esame e la discussione dei programmi.

Il Comitato non suggerisce che gli indirizzi siano resi obbligatori; tuttavia, qualsiasi scostamento rispetto ad essi dovrebbe essere giustificato dagli Stati membri interessati.

Impegno politico

In conformità alle disposizioni del regolamento n. 1466/97 del Consiglio, gli Stati membri presenteranno programmi di stabilità o di convergenza. Risulta pertanto chiaro che i governi se ne assumono la responsabilità. Sarebbe comunque utile che ciascun programma indichi la misura in cui esso ha ottenuto sostegno ad altri livelli, soprattutto in seno al parlamento nazionale. In particolare, dovrebbe essere indicato lo stato di attuazione delle misure presentate nel programma.

Natura dei dati

La natura delle informazioni di carattere quantitativo contenute nei programmi va stabilita con chiarezza. Al fine di agevolare la valutazione, i concetti utilizzati devono essere conformi agli

standard fissati a livello europeo, in particolare nel contesto del Sistema europeo di conti economici integrati. Tali informazioni possono essere integrate presentando specifici concetti contabili che siano di particolare rilievo per il paese interessato.

Contenuti

Gli articoli 3 e 7 stabiliscono le informazioni fondamentali che devono essere fornite dai programmi di stabilità e convergenza.

Obiettivi

I programmi devono presentare l'obiettivo a medio termine del raggiungimento di un saldo di bilancio prossimo al pareggio o positivo e, se del caso, il percorso di avvicinamento a tale obiettivo, nonché l'andamento previsto del rapporto debito pubblico/PIL (articolo 3, paragrafo 2, lettera a) e articolo 7, paragrafo 2, lettera a)). Il quadro di riferimento temporale per l'interpretazione del concetto di medio termine corrisponde alla durata del ciclo congiunturale. La posizione di bilancio a medio termine deve tenere conto della possibilità di affrontare un'evoluzione congiunturale sfavorevole rispettando il valore di riferimento previsto per i disavanzi pubblici. Chiaramente, anche altre considerazioni rivestono notevole importanza ai fini della fissazione dell'obiettivo di medio termine idoneo. Questo deve soddisfare i requisiti del Patto di stabilità e crescita, quali la

necessità di tenere conto di altre fonti di variabilità e incertezza nei conti pubblici, di assicurare una rapida diminuzione del rapporto debito pubblico/PIL laddove esso è elevato e di provvedere alla copertura dei costi associati all'invecchiamento della popolazione. Di conseguenza, gli Stati membri che intendano avvalersi di una politica discrezionale dovrebbero creare lo spazio di manovra necessario a tal fine.

Gli Stati membri devono precisare e spiegare i fattori su cui si basa la loro scelta degli obiettivi di bilancio a medio termine. Quando siano rilevanti a tal fine, potranno essere precisati gli obiettivi in materia di investimenti pubblici. I programmi di convergenza devono indicare inoltre gli obiettivi di politica monetaria a medio termine e il loro rapporto con la stabilità dei prezzi e del cambio.

Al fine di consentire una migliore comprensione dell'andamento del bilancio pubblico, nonché del rapporto debito/PIL e della strategia di bilancio in generale, occorre fornire informazioni complementari in merito alle spese e alle entrate in rapporto al PIL (indicando separatamente la spesa per interessi), alle entrate derivanti dalle privatizzazioni e ad altri fattori che incidono sul rapporto debito/PIL. Naturalmente, quanto più lontano nel futuro sarà l'anno considerato, tanto meno precise risulteranno le informazioni.

I saldi di bilancio andrebbero scomposti in base alle componenti della Pubblica amministrazione (governo centrale, autorità locali, sicurezza sociale), laddove una simile scomposizione risulti significativa.

Ipotesi

I programmi devono presentare le principali ipotesi in merito al previsto andamento dell'economia e alle variabili economiche rilevanti per la realizzazione di tale andamento, quali le spese per investimenti pubblici, la crescita del PIL in termini reali, l'occupazione e l'inflazione (articolo 3, paragrafo 2, lettera b) e articolo 7, paragrafo 2, lettera b)). Le ipotesi relative alla crescita del PIL in termini reali dovrebbero essere giustificate con l'indicazione

dei suoi determinanti previsti. Inoltre, i programmi devono fornire informazioni sull'evoluzione del PIL che consentano un'analisi della situazione congiunturale dell'economia. Dovrebbero essere altresì illustrate le ipotesi tecniche in materia di tassi di interesse, laddove queste risultino di particolare importanza per le finanze pubbliche.

Mentre vi è in seno al Comitato un ampio sostegno, in linea di principio, per l'utilizzo di un quadro comune di proiezioni macroeconomiche, è stata anche riconosciuta la difficoltà pratica di pervenire a un accordo su quali proiezioni adottare. Non viene pertanto raccomandata l'adozione di un quadro comune di proiezioni macroeconomiche per tutti i programmi. Tuttavia, le proiezioni riguardo all'economia nazionale e a quella mondiale sottostanti ai programmi vanno precisate con chiarezza e la Commissione deve richiamare l'attenzione su qualsiasi scostamento significativo rispetto alle proprie proiezioni. Lo Stato membro interessato deve, dal canto suo, essere pronto a giustificare le proprie ipotesi.

Riprendendo l'osservazione di ordine generale esposta in precedenza in merito alla standardizzazione dei dati quantitativi presentati, le ipotesi relative all'inflazione vanno presentate in termini di deflatore del PIL e, qualora lo Stato membro ne ravvisi l'utilità, dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC).

Misure

I programmi devono presentare una descrizione dei provvedimenti di bilancio e delle altre misure di politica economica adottati o proposti al fine di conseguire gli obiettivi del programma nonché, per le principali misure della manovra di bilancio, una stima dei loro effetti quantitativi sui conti pubblici (articolo 3, paragrafo 2, lettera c) e articolo 7, paragrafo 2, lettera c)). Le misure devono essere coerenti con gli indirizzi di massima di politica economica. Vanno indicate esplicitamente le misure comportanti significativi effetti "una tantum". Gli Stati membri si sono impegnati a intraprendere l'azione correttiva da essi ritenuta

necessaria al fine di rispettare gli obiettivi previsti nei propri programmi di stabilità o convergenza qualora siano in possesso di informazioni indicanti uno scostamento, reale o previsto, rispetto a tali obiettivi. Le riforme strutturali dovrebbero essere presentate laddove esse possano contribuire al raggiungimento degli obiettivi dei programmi. La Commissione, nella propria analisi, dovrà valutare gli effetti indiretti su altri Stati membri; tuttavia, ciò non preclude la possibilità che gli stessi Stati membri considerino tali effetti nei propri programmi. Inoltre, sarebbe utile che i programmi descrivano le riforme introdotte al fine di migliorare il controllo della spesa, l'efficienza della riscossione delle imposte e via dicendo. Ove opportuno, essi devono inoltre indicare altre possibili riforme istituzionali, specie in materia di procedure di bilancio.

Analisi di sensibilità

I programmi devono fornire anche una valutazione delle ripercussioni di eventuali modifiche delle principali ipotesi economiche sulla posizione di bilancio e sul debito (articolo 3, paragrafo 2, lettera d) e articolo 7, paragrafo 2 lettera d)). Tale valutazione va integrata con un'analisi di sensibilità riguardo

all'impatto sulla posizione di bilancio e sul debito di diverse ipotesi sui tassi d'interesse.

Orizzonte temporale

Le informazioni concernenti l'evoluzione del rapporto tra il saldo di bilancio della pubblica Amministrazione e il PIL, come pure del rapporto tra debito pubblico e PIL, nonché delle principali ipotesi economiche, verranno espresse su base annua ed includeranno, oltre all'anno in corso e a quello precedente, almeno i tre anni successivi (articolo 3, paragrafo 3 e articolo 7, paragrafo 3), lasciando aperta agli Stati membri che lo desiderino la possibilità di fare riferimento a un periodo di durata maggiore.

Aggiornamento dei programmi

Gli aggiornamenti dei programmi di stabilità e convergenza, effettuati con cadenza annuale, dovrebbero presentare un raffronto fra gli andamenti effettivamente realizzati e gli obiettivi previsti dai programmi. In caso di scostamenti sostanziali, l'aggiornamento dovrà includere le misure da intraprendere al fine di correggere la situazione.



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 effettuate mediante asta	6*
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria	7*
1.5	Posizione di liquidità del sistema bancario	8*
2.	Andamenti monetari e finanziari nell'area dell'euro	
2.1	Bilancio aggregato dell'Eurosistema	10*
2.2	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro, escluso l'Eurosistema	11*
2.3	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro, incluso l'Eurosistema	12*
2.4	Aggregati monetari	14*
2.5	Prestiti delle IFM a famiglie e imprese non finanziarie, distinti per forma tecnica e durata originaria	16*
2.6	Tassi di interesse di mercato monetario	17*
2.7	Rendimenti dei titoli di Stato	18*
2.8	Indici del mercato azionario	19*
2.9	Tassi di interesse bancari al dettaglio	20*
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)	21*
4.2	Altri indicatori di prezzi e costi	22*
5.	Indicatori congiunturali per l'area dell'euro	
5.1	Indicatori di prodotto e di domanda	23*
5.2	Indicatori del mercato del lavoro	24*
5.3	Inchieste congiunturali	24*
6.	Risparmio, investimenti e saldi finanziari nell'area dell'euro	25*
7.	Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro e nei paesi dell'area	26*
8.	Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro e posizione di riserva dell'Eurosistema	
8.1	Bilancia dei pagamenti	27*
8.2	Conto corrente e conto capitale	28*
8.3	Redditi (<i>non inclusa in questo numero</i>)	
8.4	Investimenti diretti e di portafoglio	29*
8.5	Altri investimenti	30*
8.6	Riserve dell'Eurosistema e altre attività connesse	31*
9.	Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni)	32*
10.	Tassi di cambio	35*
11.	Indicatori economici e finanziari per gli altri Stati membri della UE	36*
12.	Indicatori economici e finanziari per i principali paesi non-UE	
12.1	Indicatori economici e finanziari	37*
12.2	Risparmio, investimenti e saldi finanziari	38*
	Note generali	39*

I Statistiche sulla politica monetaria

Tavola I.1

Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema ¹⁾

(milioni di euro)

1. Attività

		Oro e	Attività	Attività	Attività	Prestiti			
		crediti in oro	in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	in valuta verso residenti nell'area dell'euro	in euro verso non residenti nell'area dell'euro	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
	8	99.598	234.128	5.255	8.786	174.769	145.067	22.230	49
	15	99.589	235.398	6.541	8.110	173.146	122.898	44.998	0
	22	99.589	235.387	7.277	7.238	155.287	106.918	44.998	0
	29	99.589	233.019	7.385	9.094	182.912	127.967	44.998	0
	5 feb.	99.589	231.709	7.454	6.702	177.831	130.994	44.993	0
	12	99.589	231.409	8.104	6.176	173.248	126.879	44.993	0
	19	99.589	232.211	8.448	5.277	173.527	126.830	44.993	0
	26	99.589	228.797	9.338	4.430	186.437	139.938	45.001	0
	5 mar.	99.589	228.538	8.591	4.890	190.857	144.836	45.001	0
	12	99.589	227.441	9.834	3.990	188.013	141.819	45.001	0
	19	99.589	228.150	9.027	4.445	165.292	119.020	45.001	0
	26	99.589	228.549	8.925	3.780	192.221	146.030	45.005	0
	2 apr.	105.323	242.761	10.618	3.492	187.687	140.975	44.994	0
	9	105.323	243.199	10.331	3.789	152.226	105.607	44.994	0
	16	105.323	241.250	11.488	4.146	180.495	133.600	44.994	0
	23	105.323	240.702	11.963	4.033	168.543	117.043	44.994	0
	30	105.323	240.747	11.683	4.002	174.322	128.023	44.999	0

2. Passività

		Banconote	Passività in	Conti correnti	Depositi	Depositi	Operazioni	Depositi	Certificati di debito
			euro verso controparti del settore finanziario del- l'area dell'euro	(inclusa la riserva obbligatoria)	overnight	a tempo determinato	temporanee di fine-tuning	connessi a scarti di garanzia	
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	1 gen.	341.708	87.308	84.437	973	1.886	0	12	13.835
	8	336.551	106.002	102.518	3.475	0	0	9	11.651
	15	330.796	109.936	107.824	2.110	0	0	2	11.651
	22	326.555	87.970	87.733	234	0	0	3	11.651
	29	326.534	85.353	84.632	709	0	0	12	11.650
	5 feb.	328.262	109.138	108.127	1.010	0	0	1	11.650
	12	327.341	106.048	105.821	226	0	0	1	11.650
	19	324.490	97.297	95.419	1.870	0	0	8	11.650
	26	325.207	99.970	99.261	705	0	0	4	11.650
	5 mar.	328.763	115.173	114.900	210	0	0	63	11.650
	12	328.646	108.092	107.621	436	0	0	35	11.650
	19	327.281	87.857	84.427	3.410	0	0	20	11.650
	26	327.128	100.416	100.274	130	0	0	12	11.650
	2 apr.	335.331	104.850	104.298	536	0	0	16	10.158
	9	333.367	79.332	79.117	213	0	0	2	10.158
	16	330.839	120.752	120.462	283	0	0	7	10.158
	23	328.984	90.190	89.605	580	0	0	5	10.158
	30	332.280	104.395	104.241	119	0	0	35	10.158

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

				Titoli	Crediti in	Altre	Totale attività		
Operazioni temporanee di tipo strutturale	Operazioni di rifinanziamento marginale	Crediti connessi a scarti di garanzia	Altri crediti	in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	euro verso le Amministrazioni pubbliche	attività		16	
9	10	11	12	13	14	15	16		
0	6.372	26	2.420	21.650	60.125	84.683	697.160	1999	1 gen.
0	5.434	24	1.966	20.914	60.125	81.554	685.128		8
0	2.655	58	2.537	21.335	60.130	82.743	686.992		15
0	2.111	80	1.180	21.794	60.183	80.867	667.622		22
0	8.700	127	1.120	22.096	60.185	80.358	694.638		29
0	592	101	997	22.549	60.185	81.428	687.447		5 feb.
0	210	102	1.064	23.255	60.185	78.270	680.236		12
0	592	95	1.017	23.868	60.185	78.786	681.891		19
0	423	102	973	24.281	60.185	79.584	692.641		26
0	97	62	861	24.638	60.185	80.785	698.073		5 mar.
0	161	95	937	25.365	60.185	78.637	693.054		12
0	188	118	965	25.036	60.185	76.559	668.283		19
0	171	149	866	26.107	60.185	80.040	699.396		26
0	665	178	875	26.640	60.186	81.041	717.748		2 apr.
0	710	72	843	26.511	60.186	77.903	679.468		9
0	1.019	128	754	25.871	60.186	76.831	705.590		16
0	5.591	138	777	26.181	60.186	74.786	691.717		23
0	500	47	753	26.088	60.186	75.945	698.296		30

								Totale passività		
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	Contropartite dei DSP del FMI	Rivalutazioni	Capitale e riserve	Altre passività		17	
9	10	11	12	13	14	15	16	17		
61.477	9.969	595	3.314	5.765	59.931	52.567	60.690	697.160	1999	1 gen.
32.203	11.538	1.051	3.929	5.765	59.681	52.807	63.950	685.128		8
33.020	10.899	1.529	4.068	5.767	59.681	51.197	68.448	686.992		15
43.442	9.148	1.297	4.344	5.767	59.681	51.275	66.492	667.622		22
56.652	14.049	1.618	4.325	5.767	59.658	51.279	77.753	694.638		29
44.017	8.161	810	5.827	5.767	59.658	51.279	62.878	687.447		5 feb.
43.556	7.840	733	6.395	5.767	59.658	51.279	59.969	680.236		12
54.905	8.052	746	7.172	5.767	59.658	51.279	60.875	681.891		19
62.143	7.739	777	6.385	5.767	59.658	51.280	62.065	692.641		26
49.724	7.141	778	6.910	5.767	59.658	51.280	61.229	698.073		5 mar.
53.503	7.820	828	6.860	5.767	59.658	51.281	58.949	693.054		12
49.493	8.100	856	6.729	5.767	59.658	51.281	59.611	668.283		19
64.280	7.663	856	7.780	5.767	59.658	51.281	62.917	699.396		26
48.234	8.468	917	7.381	6.043	78.685	54.146	63.535	717.748		2 apr.
39.644	7.936	940	7.684	6.043	78.479	54.147	61.738	679.468		9
38.048	7.830	930	7.389	6.043	78.479	54.147	50.975	705.590		16
57.279	7.617	969	7.629	6.043	78.479	54.638	49.731	691.717		23
44.993	7.207	994	7.931	6.043	78.479	54.639	51.177	698.296		30

Tavola 1.2

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
	22 gen.	2,00	-0,75	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	3,50	-1,00

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, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.

Tavola 1.3

Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta ¹⁾

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

Operazioni di rifinanziamento principali						
Data di regolamento	Importi richiesti 1	Importi aggiudicati 2	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni) 6
			Tasso fisso 3	Tasso marginale 4	Tasso medio ponderato 5	
1999	7 gen.	481.625	75.000	3,00		13
	13	563.409	48.000	3,00		14
	20	593.418	59.000	3,00		14
	27	689.467	69.000	3,00		14
	3 feb.	757.724	62.000	3,00		14
	10	911.302	65.000	3,00		14
	17	896.138	62.000	3,00		14
	24	991.109	78.000	3,00		14
	3 mar.	1.100.797	67.000	3,00		14
	10	950.369	75.000	3,00		14
	17	335.249	44.000	3,00		14
	24	372.647	102.000	3,00		14
	31	118.683	39.000	3,00		14
	7 apr.	67.353	67.353	3,00		14
	14	781.721	67.000	2,50		14
	21	612.275	50.000	2,50		14
	28	754.825	78.000	2,50		14
	5 mag.	655.789	42.000	2,50		14

Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine						
Data di regolamento	Importi richiesti 1	Importi aggiudicati 2	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni) 6
			Tasso fisso 3	Tasso marginale 4	Tasso medio ponderato 5	
1999	14 gen.	79.846	15.000		3,13	42
	14	39.343	15.000		3,10	70
	14	46.152	15.000		3,08	105
	25 feb.	77.300	15.000		3,04	91
	25 mar.	53.659	15.000		2,96	98
	29 apr.	66.911	15.000		2,53	91

Altre operazioni effettuate mediante asta							
Data di regolamento	Tipo di operazione 1	Importi richiesti 2	Importi aggiudicati 3	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni) 7
				Tasso fisso 4	Tasso marginale 5	Tasso medio ponderato 6	
1999							

Fonte: BCE.

1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della tavola 1.1 (colonne da 6 a 8) per effetto di operazioni aggiudicate ma non eseguite.

Tavola 1.4

Statistiche sulla riserva obbligatoria

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva ^{1) 2)}

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

Periodo	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2%			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0%		
		Depositi (in conto corrente; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi)	Titoli obbligazionari fino a 2 anni	Titoli di mercato monetario	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi)	Pronti contro termine	Titoli obbligazionari oltre i due anni
	1	2	3	4	5	6	7
1999 gen.	8.694,1	4.834,4	83,7	145,0	1.196,8	510,6	1.923,6
feb.	8.730,4	4.800,9	86,9	148,8	1.203,5	543,8	1.946,5
mar. (p)	8.775,0	4.804,3	88,6	150,1	1.218,4	550,5	1.963,2

Fonte: BCE.

- 1) Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, 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 per cento di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva.
- 2) I periodi di mantenimento decorrono dal giorno 24 di ciascun mese al giorno 23 del mese successivo; l'ammontare dell'obbligo di riserva è calcolato in base alle consistenze delle passività soggette a riserva alla fine del mese precedente.

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva ¹⁾

(miliardi di euro; tassi di interesse espressi in percentuale su base annua)

Periodo di mantenimento terminante in:	Riserve dovute ²⁾	Riserve effettive ³⁾	Riserve in eccesso ⁴⁾	Inadempienze ⁵⁾	Tasso di interesse sulla riserva obbligatoria ⁶⁾
	1	2	3	4	5
1999 feb.	98,3	99,3	1,1	0,1	3,00
mar.	100,6	101,5	0,9	0,1	3,00
apr.	100,1	100,7	0,6	0,0	2,84
mag. (p)	100,1	.	.	.	.

Fonte: BCE.

- 1) Questa tavola riporta tutti i dati per i periodi di mantenimento già terminati; riporta il solo ammontare dell'obbligo di riserva per il periodo in corso. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 2) L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituto di credito è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese; successivamente, ogni istituto di credito sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro.
- 3) Depositi giornalieri medi detenuti dagli istituti di credito soggetti a un obbligo di riserva positivo sui propri conti di riserva durante il periodo di mantenimento.
- 4) Riserve medie effettive nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute, calcolate per quegli istituti di credito che hanno rispettato l'obbligo di riserva.
- 5) Differenza media tra le riserve dovute nel periodo di mantenimento e quelle effettive, calcolata per gli istituti di credito 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).

Tavola 1.5

Posizione di liquidità del sistema bancario ¹⁾

(miliardi di euro; media dei valori giornalieri nel periodo indicato)

Periodo di mantenimento terminante in:	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti degli istituti di credito ⁴⁾	Base monetaria ⁵⁾
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema				Depositi overnight	Circolante	Conti delle Amm. centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto) ³⁾		
		Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Altre operazioni ²⁾	Operazioni di rifinanziamento marginale						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1999 feb.	328,2	104,6	34,2	30,6	3,8	1,3	329,3	41,1	29,5	100,2	430,8
mar.	323,6	136,4	45,0	0,0	0,4	1,4	326,9	49,9	25,0	102,2	430,5
apr.	338,4	130,1	45,0	0,0	0,7	0,3	331,0	42,9	38,9	101,1	432,4

Fonte: BCE.

- 1) La posizione di liquidità del sistema bancario è definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dagli istituti di credito situati nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento.
- 2) Include le operazioni di politica monetaria effettuate dalle banche centrali nazionali nella Seconda fase e ancora in essere all'inizio della Terza fase (con esclusione delle operazioni definitive e dell'emissione di certificati di debito).
- 3) Saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema.
- 4) Pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (voci da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (voci da 6 a 9).
- 5) Questa voce è calcolata come somma dei depositi overnight presso la banca centrale (voce 6), del circolante (voce 7) e dei saldi di conto corrente degli istituti di credito (voce 10). In alternativa, può essere calcolata sottraendo dalla somma dei fattori di creazione di liquidità (voci da 1 a 5) i depositi dell'Amministrazione centrale (voce 8) e il saldo degli altri fattori (voce 9).



2 Andamenti monetari e finanziari nell'area dell'euro

Tavola 2.1

Bilancio aggregato dell'Eurosistema ^{1) 2)}

(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				Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro			Attività verso non residenti nell'area dell'euro ³⁾	Immobili- lizzazioni	Altre attività	Totale attività
	Istituzioni finanziarie monetarie	Amm. pubb.	Altri residenti	Altri diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro	Istituzioni finanziarie monetarie	Amm. pubb.	Altri residenti	Altri diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro	Istituzioni finanziarie monetarie	Altri residenti	Altri diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1998 gen.	234,9	213,3	21,2	0,4	111,7	1,0	109,3	1,5		0,3	2,6	294,3	7,2	43,0	694,0
feb.	257,7	235,9	21,2	0,7	108,2	1,0	105,8	1,5		0,4	2,5	294,6	7,3	44,4	715,1
mar.	242,7	221,3	21,2	0,2	106,6	1,2	104,2	1,3		0,4	2,6	294,0	7,5	41,3	695,1
apr.	237,2	215,6	21,2	0,4	102,5	1,4	100,2	0,9		0,4	2,6	298,4	7,6	45,8	694,5
mag.	239,3	217,8	21,2	0,3	101,9	1,6	99,4	0,9		0,4	2,6	301,7	7,7	48,8	702,4
giu.	325,0	303,7	21,1	0,2	105,4	4,8	99,7	0,8		0,6	2,6	288,4	7,8	49,9	779,7
lug.	338,2	316,9	21,1	0,2	87,8	1,1	85,9	0,8		2,1	2,8	292,5	8,0	52,0	783,3
ago.	339,9	318,5	21,1	0,2	88,1	0,9	86,3	0,9		2,0	2,8	290,4	8,0	56,9	788,1
set.	326,8	305,5	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7		2,0	2,8	288,0	8,0	52,1	762,4
ott.	326,6	305,3	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7		1,9	2,9	297,9	8,1	51,6	762,3
nov.	322,2	300,7	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6		1,9	2,9	305,1	8,1	53,3	771,5
dic.	225,1	204,5	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5		1,8	3,6	317,2	8,0	48,9	692,5
1999 gen.	451,0	430,4	20,4	0,2	89,2	1,3	87,3	0,7		4,1	4,1	416,7	9,8	56,4	1.031,3
feb.	504,5	483,9	20,4	0,2	90,7	1,5	88,6	0,5		4,2	4,1	364,6	9,9	56,3	1.034,3
mar. (p)	512,4	491,8	20,4	0,2	94,1	1,5	92,0	0,6		4,2	4,1	425,5	9,4	50,1	1.099,9

2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro	Istituzioni finanziarie monetarie	Amm. centrale	Altre Amm. pubb./altri residenti	Titoli di mercato monetario	Titoli obbligazionari	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ³⁾	Altre passività	Totale passività
1998 gen.	339,9	136,3	83,4	50,7	2,2	13,9	16,3	109,2	16,1	62,3	694,0
feb.	339,9	159,2	93,7	61,5	4,0	13,3	16,5	107,4	15,1	63,7	715,1
mar.	340,5	137,9	88,4	46,8	2,7	11,3	17,2	106,6	15,3	66,3	695,1
apr.	343,8	131,3	84,8	44,3	2,2	12,0	16,9	105,6	16,4	68,5	694,5
mag.	346,1	141,8	90,9	47,0	4,0	13,1	15,3	105,3	15,9	64,9	702,4
giu.	345,4	208,0	149,3	54,2	4,5	13,5	14,1	113,4	20,8	64,5	779,7
lug.	350,4	199,9	132,8	64,0	3,0	13,9	14,3	112,1	24,0	68,7	783,3
ago.	344,6	208,8	135,5	69,7	3,5	12,4	13,5	112,0	21,6	75,2	788,1
set.	341,5	195,9	124,4	67,1	4,5	11,2	12,8	108,2	23,2	69,6	762,4
ott.	342,3	198,2	129,2	64,7	4,3	11,7	11,8	108,5	22,6	67,2	762,3
nov.	344,1	210,5	147,3	56,8	6,4	12,5	11,6	105,1	20,0	67,7	771,5
dic.	359,0	146,8	89,0	54,9	2,9	7,2	6,7	97,0	18,6	57,2	692,5
1999 gen.	343,7	383,2	326,7	50,3	6,2	6,3	5,3	123,4	99,3	70,1	1.031,3
feb.	342,3	451,5	389,8	55,0	6,7	6,3	5,3	123,0	49,9	56,0	1.034,3
mar. (p)	345,3	454,3	391,4	55,1	7,9	4,9	5,3	137,9	97,7	54,5	1.099,9

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.
- 2) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 3) Questa voce comprende anche posizioni lorde di natura temporanea nei confronti delle banche centrali nazionali degli Stati membri non facenti parte dell'area dell'euro, derivanti dal funzionamento del sistema TARGET. Queste posizioni ammontavano a circa 75 miliardi di euro alla fine di gennaio, 27 miliardi di euro alla fine di febbraio e 77 miliardi di euro alla fine di marzo 1999.

Tavola 2.2

Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro, escluso l'Eurosistema ¹⁾

(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 monetar.	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro			Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Immobiliizzazioni	Altre attività	Totale attività
	1	IFM	Amm. pubb.	Altri residenti	5	IFM	Amm. pubb.	Altri residenti		10	IFM	Altri residenti					13	14	15	16
1998 gen.	8.501,3	2.974,4	806,4	4.720,6	1.911,0	648,2	1.074,0	188,9	104,8	351,2	102,2	249,0	1.597,3	236,4	826,4	13.528,4
feb.	8.538,7	2.986,8	807,9	4.744,0	1.932,1	651,8	1.086,2	194,1	106,3	363,7	106,6	257,1	1.623,6	236,7	831,4	13.632,5
mar.	8.561,6	2.979,8	806,0	4.775,8	1.957,2	654,9	1.103,7	198,6	105,1	384,4	110,9	273,5	1.676,7	238,0	811,4	13.734,4
apr.	8.617,1	2.999,7	810,9	4.806,5	1.978,1	664,3	1.114,8	199,1	105,7	396,1	114,0	282,1	1.634,0	238,2	830,9	13.800,1
mag.	8.618,2	2.994,0	799,7	4.824,4	2.000,0	670,8	1.126,5	202,7	105,7	404,0	116,4	287,7	1.632,9	247,0	845,7	13.853,5
giu.	8.752,6	3.070,5	805,8	4.876,4	2.014,5	681,3	1.137,6	195,5	104,1	401,0	118,2	282,8	1.674,8	240,2	736,3	13.923,5
lug.	8.732,2	3.013,8	801,4	4.917,0	2.035,7	697,5	1.137,2	201,0	104,0	392,2	117,2	275,1	1.632,7	235,3	779,8	13.911,9
ago.	8.756,1	3.035,8	803,9	4.916,4	2.041,4	703,8	1.136,1	201,6	103,7	386,4	118,2	268,3	1.641,1	236,3	769,0	13.934,0
set.	8.820,5	3.049,0	806,9	4.964,6	2.047,5	709,6	1.135,8	202,2	102,2	379,7	109,6	270,1	1.624,9	237,0	782,1	13.993,9
ott.	8.943,6	3.131,9	812,8	4.998,9	2.070,4	709,9	1.154,6	205,9	101,9	386,8	115,7	271,1	1.621,2	239,0	782,2	14.145,1
nov.	9.072,1	3.209,2	819,6	5.043,3	2.071,8	719,4	1.151,8	200,6	108,9	401,2	116,7	284,5	1.666,1	241,2	795,3	14.356,6
dic.	9.048,4	3.130,8	821,3	5.096,3	2.033,3	731,4	1.107,5	194,3	102,6	423,0	121,8	301,2	1.587,8	243,8	794,6	14.233,5
1999 gen.	9.267,8	3.345,8	818,3	5.103,8	2.062,2	739,1	1.116,7	206,4	103,8	431,3	102,1	329,2	1.632,7	244,0	947,5	14.689,3
feb.	9.166,0	3.234,2	821,7	5.110,1	2.079,6	747,0	1.129,5	203,1	108,3	442,5	107,7	334,8	1.586,9	242,9	968,6	14.594,8
mar. (p)	9.166,1	3.185,5	817,7	5.162,8	2.098,8	759,0	1.134,3	205,5	104,9	468,9	114,6	354,2	1.618,3	243,7	906,2	14.606,9

2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro							Quote o partecip. a fondi di investim. monet.	Titoli obbligazionari	Titoli di mercato monet.	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Totale passività							
		IFM	Amm. centrale	Altre Amm. pubbliche /altri residenti	In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavv.	Pronti contro termine								1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 gen.	0,4	7.782,1	3.029,5	95,9	4.656,6	1.179,8	1.917,8	1.341,8	217,1	253,7	1.946,6	145,2	690,8	1.436,0	1.273,6	13.528,4						
feb.	0,4	7.829,7	3.066,1	98,4	4.665,2	1.181,7	1.922,1	1.345,1	216,3	255,7	1.969,9	147,2	696,0	1.469,8	1.263,8	13.632,5						
mar.	0,4	7.836,4	3.077,0	92,8	4.666,7	1.210,8	1.897,2	1.346,4	212,2	255,5	1.987,2	149,5	710,3	1.521,2	1.273,9	13.734,4						
apr.	0,4	7.867,3	3.079,7	97,2	4.690,3	1.225,3	1.912,4	1.346,0	206,6	258,3	2.001,5	156,3	702,6	1.492,4	1.321,3	13.800,1						
mag.	0,4	7.890,0	3.092,8	88,2	4.709,0	1.242,3	1.910,6	1.347,9	208,2	261,2	2.014,1	150,9	712,2	1.485,2	1.339,5	13.853,5						
giu.	0,4	7.999,4	3.174,8	94,0	4.730,5	1.289,8	1.890,8	1.346,5	203,4	259,8	2.043,2	145,9	718,7	1.496,1	1.260,0	13.923,5						
lug.	0,4	7.961,8	3.163,3	92,4	4.706,1	1.250,8	1.893,9	1.345,9	215,5	259,8	2.063,8	152,8	720,1	1.472,9	1.280,3	13.911,9						
ago.	0,4	7.982,1	3.183,7	95,4	4.702,9	1.241,8	1.905,4	1.347,6	208,2	264,7	2.074,7	152,9	720,1	1.475,8	1.263,3	13.934,0						
set.	0,4	8.013,6	3.212,6	96,3	4.704,7	1.260,9	1.889,5	1.346,6	207,7	260,3	2.074,8	153,2	718,4	1.484,9	1.288,3	13.993,9						
ott.	0,4	8.105,1	3.285,9	97,0	4.722,2	1.266,2	1.887,8	1.349,8	218,3	258,4	2.077,7	160,2	722,5	1.532,4	1.288,4	14.145,1						
nov.	0,4	8.213,4	3.370,6	98,2	4.744,6	1.306,2	1.887,6	1.352,5	198,3	259,6	2.093,6	168,6	724,3	1.600,1	1.296,6	14.356,6						
dic.	0,4	8.233,4	3.283,2	101,3	4.848,9	1.379,2	1.907,0	1.384,7	178,0	244,2	2.091,0	165,3	727,5	1.516,1	1.255,6	14.233,5						
1999 gen.	0,4	8.369,7	3.427,5	87,5	4.854,7	1.399,9	1.881,1	1.401,2	172,5	273,5	2.125,5	174,1	738,3	1.603,4	1.404,4	14.689,3						
feb.	0,4	8.270,9	3.339,4	91,2	4.840,3	1.372,9	1.878,8	1.403,9	184,7	293,2	2.150,5	179,1	742,9	1.600,7	1.357,1	14.594,8						
mar. (p)	0,5	8.263,0	3.320,2	86,1	4.856,7	1.383,3	1.985,5	1.309,0	179,0	286,8	2.174,5	178,6	749,9	1.614,8	1.338,8	14.606,9						

Fonte: BCE.

1) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

Tavola 2.3

Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro, incluso l'Eurosistema¹⁾²⁾

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

1. Attività: consistenze

	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 verso non residenti nell'area dell'euro ⁴⁾	Immobiliizzazioni	Altre attività	Totale attività	
	1	Amm. pubbliche	Altri residenti	4	Amm. pubbliche	Altri residenti						5	6	7	8	9	10	11
1998 gen.	5.548,5	827,5	4.721,0	1.373,6	1.183,2	190,4	251,6	1.891,6	243,6	840,5	10.149,4	
feb.	5.573,8	829,1	4.744,7	1.387,6	1.192,0	195,6	259,6	1.918,2	244,0	847,1	10.230,3	
mar.	5.603,2	827,2	4.776,0	1.407,7	1.207,9	199,8	276,1	1.970,7	245,5	823,5	10.326,7	
apr.	5.639,0	832,1	4.806,9	1.414,9	1.215,0	199,9	284,7	1.932,4	245,8	847,1	10.363,9	
mag.	5.645,6	820,9	4.824,7	1.429,4	1.225,9	203,5	290,3	1.934,6	254,7	865,1	10.419,7	
giu.	5.703,4	826,9	4.876,6	1.433,7	1.237,3	196,4	285,4	1.963,3	248,0	755,8	10.389,6	
lug.	5.739,7	822,5	4.917,2	1.424,9	1.223,1	201,8	277,9	1.925,2	243,3	801,5	10.412,5	
ago.	5.741,6	825,0	4.916,7	1.424,8	1.222,4	202,4	271,1	1.931,5	244,3	795,6	10.408,9	
set.	5.792,8	828,0	4.964,8	1.419,6	1.216,7	202,9	272,9	1.912,9	245,0	804,3	10.447,5	
ott.	5.833,1	833,9	4.999,1	1.432,9	1.226,3	206,6	273,9	1.919,1	247,1	804,3	10.510,4	
nov.	5.884,4	840,7	5.043,7	1.429,4	1.228,1	201,3	287,4	1.971,2	249,3	818,4	10.640,1	
dic.	5.938,1	841,6	5.096,5	1.388,6	1.193,7	194,9	304,9	1.905,0	251,8	807,9	10.596,3	
1999 gen.	5.942,6	838,7	5.103,9	1.411,0	1.204,0	207,1	333,3	2.049,4	253,9	973,2	10.963,4	
feb.	5.952,4	842,2	5.110,3	1.421,8	1.218,2	203,6	338,9	1.951,5	252,7	995,1	10.912,4	
mar. (p)	6.001,2	838,2	5.163,0	1.432,3	1.226,3	206,1	358,4	2.043,8	253,1	925,3	11.014,1	

2. Passività: consistenze

	Circolante	Depositi della Amm. centrale	Depositi di altre Amm. pubbl./altri residenti nell'area dell'euro					Quote o di fondi di investimento monetario /titoli di mercato monetario	Titoli obbligaz.	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ⁴⁾	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale passività
			In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	3							
1998 gen.	311,4	146,6	4.658,8	1.182,1	1.917,8	1.341,8	217,1	308,0	1.313,8	697,5	1.452,0	1.336,1	-74,8	10.149,4
feb.	311,7	160,0	4.669,2	1.185,6	1.922,1	1.345,1	216,3	309,8	1.333,7	696,5	1.484,9	1.327,4	-62,9	10.230,3
mar.	311,8	139,6	4.669,4	1.213,6	1.897,2	1.346,4	212,2	311,2	1.348,3	705,7	1.536,6	1.339,9	-35,8	10.326,7
apr.	314,8	141,6	4.692,5	1.227,5	1.912,4	1.346,0	206,6	320,9	1.352,7	693,8	1.508,8	1.389,6	-50,8	10.363,9
mag.	317,2	135,1	4.713,0	1.246,3	1.910,6	1.347,9	208,2	319,4	1.357,1	700,8	1.501,2	1.404,1	-28,2	10.419,7
giu.	315,5	148,2	4.735,0	1.294,3	1.890,8	1.346,5	203,4	315,1	1.371,1	713,4	1.516,9	1.324,5	-50,1	10.389,6
lug.	320,6	156,4	4.709,1	1.253,8	1.893,9	1.345,9	215,5	322,3	1.379,5	713,1	1.496,9	1.349,2	-34,6	10.412,5
ago.	314,9	165,2	4.706,4	1.245,3	1.905,4	1.347,6	208,2	326,2	1.383,4	712,0	1.497,4	1.338,5	-35,1	10.408,9
set.	311,9	163,3	4.709,2	1.265,4	1.889,5	1.346,6	207,7	322,5	1.377,0	715,0	1.508,1	1.358,1	-17,6	10.447,5
ott.	313,4	161,7	4.726,5	1.270,5	1.887,8	1.349,8	218,3	328,5	1.378,6	713,3	1.555,0	1.355,6	-22,2	10.510,4
nov.	314,3	155,0	4.751,0	1.312,5	1.887,6	1.352,5	198,4	331,8	1.384,8	710,7	1.620,1	1.364,4	8,0	10.640,1
dic.	323,7	156,2	4.851,8	1.382,1	1.907,0	1.384,7	178,0	314,0	1.365,1	700,9	1.534,7	1.313,1	36,8	10.596,3
1999 gen.	313,5	137,9	4.860,9	1.406,1	1.881,1	1.401,2	172,5	350,2	1.390,5	755,6	1.702,7	1.474,1	-22,0	10.963,4
feb.	313,0	146,2	4.847,0	1.379,7	1.878,8	1.403,9	184,7	370,3	1.407,3	754,0	1.650,6	1.413,0	11,0	10.912,4
mar. (p)	314,8	141,2	4.864,6	1.391,2	1.985,5	1.309,0	179,0	365,3	1.419,2	769,0	1.712,5	1.393,3	34,2	11.014,1

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.
- 2) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 3) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e qualsiasi altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 4) Questa voce comprende anche posizioni lorde di natura temporanea nei confronti delle banche centrali nazionali degli Stati membri non facenti parte dell'area dell'euro, derivanti dal funzionamento del sistema TARGET. Queste posizioni ammontano a circa 75 miliardi di euro alla fine di gennaio, 27 miliardi di euro alla fine di febbraio e 77 miliardi di euro alla fine di marzo 1999.

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati))

3. Attività: flussi ³⁾

	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 verso non residenti nell'area dell'euro ⁴⁾	Immobilizzazioni	Altre attività	Totale attività
	1	Amm. pubbliche 2	Altri residenti 3	4	Amm. pubbliche 5	Altri residenti 6					
1998 feb.	26,3	1,6	24,7	14,0	8,8	5,3	8,1	33,1	0,4	6,3	88,2
mar.	29,5	-1,9	31,5	19,2	15,1	4,2	16,5	40,3	1,5	-23,6	83,4
apr.	38,5	5,0	33,5	7,8	7,4	0,3	8,6	-6,1	0,3	23,1	72,2
mag.	7,2	-11,1	18,4	14,7	11,1	3,7	5,6	14,8	9,0	17,6	68,9
giu.	65,4	5,9	59,5	2,9	10,7	-7,8	-6,0	9,6	-6,7	-104,5	-39,3
lug.	39,2	-4,3	43,5	-11,7	-17,3	5,6	-6,8	-16,8	-4,7	46,1	45,3
ago.	1,0	2,4	-1,4	-0,4	-0,9	0,5	-6,8	-3,3	1,0	-5,6	-14,1
set.	57,1	3,3	53,8	-4,7	-5,6	0,9	1,8	48,4	0,6	8,6	111,8
ott.	39,2	5,9	33,3	12,0	8,5	3,5	0,9	-0,1	2,1	0,2	54,3
nov.	52,6	6,7	45,9	-3,7	1,7	-5,5	13,5	24,4	2,2	13,4	102,4
dic.	57,4	1,1	56,3	-39,9	-33,4	-6,4	17,4	-56,0	2,5	-10	-28,6
1999 gen.	61,0	4,3	56,7	11,5	12,3	-0,8	9,4	108,0	-0,4	152,0	341,5
feb.	7,4	3,1	4,3	8,7	13,9	-5,2	5,6	-137,7	-1,1	21,6	-95,5
mar. (p)	46,7	-4,1	50,8	10,0	7,8	2,2	19,5	59,6	0,4	-71,4	64,8

4. Passività: flussi ³⁾

	Circolante	Depositi della Amm. centrale	Depositi di altre Amm. pubb./altri residenti nell'area dell'euro					Quote o di fondi di investimento monetario /titoli di mercato monetario	Titoli obbligaz.	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ⁴⁾	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale passività
			In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	3							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998 feb.	0,4	13,3	10,9	3,7	4,7	3,2	-0,8	1,8	20,5	-0,9	38,2	-7,8	11,8	88,2
mar.	0,0	-20,4	-0,9	27,5	-25,6	1,3	-4,1	1,3	14,7	11,1	41,9	8,5	27,2	83,4
apr.	3,0	2,0	25,8	14,8	16,9	-0,4	-5,6	10,1	8,0	-11,8	-2,3	52,5	-15,1	72,2
mag.	2,4	-6,5	21,5	19,2	-1,2	1,9	1,6	-1,5	6,7	6,8	1,6	15,4	22,5	68,9
giu.	-1,7	13,1	20,8	47,4	-20,4	-1,4	-4,8	-4,3	14,5	14,9	4,3	-77,1	-23,8	-39,3
lug.	5,2	8,2	-23,8	-39,7	4,3	-0,6	12,1	7,4	11,4	-1,5	-2,7	24,1	17,0	45,3
ago.	-5,7	8,8	-3,7	-8,9	10,8	1,7	-7,3	4,2	2,4	-0,7	-8,2	-10,7	-0,5	-14,1
set.	-3,1	-1,8	8,8	22,2	-12,1	-0,8	-0,4	-2,9	-0,1	3,2	67,0	23,4	17,3	111,8
ott.	1,5	-1,6	16,3	4,6	-2,1	3,2	10,6	6,0	-1,9	-2,0	44,1	-3,2	-4,9	54,3
nov.	0,9	-6,7	22,3	41,2	-1,6	2,6	-19,9	2,9	4,4	-2,5	41,0	9,9	30,2	102,4
dic.	9,4	1,2	103,3	70,2	21,4	32,2	-20,5	-17,0	-20,0	-9,1	-74,5	-49,7	27,8	-28,6
1999 gen.	-9,4	-6,3	28,1	22,2	-3,0	16,0	-7,2	13,1	26,6	12,4	158,4	156,0	-37,4	341,5
feb.	-0,6	8,3	-23,8	-27,6	-11,1	2,7	12,2	19,5	13,2	-1,7	-88,3	-61,9	39,8	-95,5
mar. (p)	1,9	-5,0	14,7	10,6	13,5	-3,7	-5,7	-6,3	8,8	13,5	35,4	-21,4	23,2	64,8

Tavola 2.4

Aggregati monetari ¹⁾²⁾

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati) e variazioni percentuali annue)

1. Consistenze di fine periodo

	M1						M2		Pronti contro termine	Quote di fondi di investim. monetario/ titoli di mercato monetario	Titoli obbligazio- nari con scadenza fino a 2 anni
	M1		Totale	Variazione percentuale annua ³⁾	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Variazione percentuale annua ³⁾			
	Circolante	Depositi in conto corrente									
	1	2	3	4	5	6	7	8				9	10	11
1998 gen.	311,4	1.253,2	1.564,6	8,1	908,4	1.177,5	3.650,5	4,0	217,1	308,0	74,8
feb.	311,7	1.253,7	1.565,5	8,6	905,1	1.181,6	3.652,1	4,2	216,3	309,8	79,7
mar.	311,8	1.283,4	1.595,2	9,1	878,8	1.183,4	3.657,4	4,4	212,2	311,2	85,9
apr.	314,8	1.295,6	1.610,4	10,6	892,6	1.185,1	3.688,1	5,1	206,6	320,9	86,4
mag.	317,2	1.312,7	1.629,9	10,3	888,8	1.189,2	3.707,9	5,2	208,2	319,4	89,5
giu.	315,5	1.361,3	1.676,8	9,8	871,2	1.189,0	3.737,1	5,2	203,4	315,1	88,7
lug.	320,6	1.321,4	1.642,0	8,3	872,5	1.189,7	3.704,2	4,4	215,5	322,3	94,3
ago.	314,9	1.312,3	1.627,2	8,4	879,3	1.192,9	3.699,4	4,3	208,2	326,2	88,9
set.	311,9	1.331,0	1.642,8	8,0	864,6	1.192,9	3.700,3	4,5	207,7	322,5	81,2
ott.	313,4	1.334,9	1.648,3	8,2	867,0	1.196,4	3.711,7	4,4	218,3	328,5	84,6
nov.	314,3	1.376,7	1.690,9	8,5	870,9	1.198,9	3.760,8	4,9	198,4	331,8	81,8
dic.	323,7	1.448,0	1.771,7	9,2	884,8	1.230,5	3.887,0	5,7	178,0	314,0	68,8
1999 gen.	313,5	1.469,8	1.783,4	-	881,5	1.246,6	3.911,4	-	172,5	350,2	54,3
feb.	313,0	1.440,8	1.753,8	-	867,4	1.251,5	3.872,7	-	184,7	370,3	58,1
mar. (p)	314,8	1.453,5	1.768,4	-	879,0	1.250,0	3.897,4	-	179,0	365,3	56,1

2. Flussi ⁴⁾

	M1						M2		Pronti contro termine	Quote di fondi di investim. monetario/ titoli di mercato monetario	Titoli obbligazio- nari con scadenza fino a 2 anni
	M1		Totale	Variazione percentuale annua ⁴⁾	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Variazione percentuale annua ⁴⁾			
	Circolante	Depositi in conto corrente									
	1	2	3	4	5	6	7	8				9	10	11
1998 feb.	0,4	0,7	1,1	-	-3,1	4,1	2,1	-	-0,8	1,8	4,9
mar.	0,0	29,3	29,4	-	-26,9	1,8	4,3	-	-4,1	1,9	6,2
apr.	3,0	13,0	16,0	-	15,0	1,8	32,8	-	-5,6	9,8	0,9
mag.	2,4	17,5	19,9	-	-3,2	4,1	20,7	-	1,6	-1,9	3,3
giu.	-1,7	48,1	46,4	-	-18,1	-0,2	28,1	-	-4,8	-4,5	-1,0
lug.	5,2	-39,2	-34,1	-	2,3	0,7	-31,1	-	12,1	7,2	5,9
ago.	-5,7	-9,4	-15,1	-	6,3	3,2	-5,7	-	-7,3	3,7	-5,6
set.	-3,1	20,8	17,7	-	-11,8	0,1	6,0	-	-0,4	-3,0	-7,1
ott.	1,5	3,5	5,0	-	2,0	3,5	10,6	-	10,6	6,2	3,1
nov.	0,9	40,9	41,8	-	2,8	2,5	47,1	-	-19,9	2,1	-2,9
dic.	9,4	71,9	81,3	-	15,6	31,2	128,1	-	-20,5	-17,0	-13,0
1999 gen.	-9,4	20,1	10,7	14,1	-6,1	15,6	20,3	7,2	-7,2	13,1	-0,5
feb.	-0,6	-30,2	-30,8	12,0	-15,6	4,9	-41,4	6,0	12,2	19,5	2,8
mar. (p)	1,9	11,7	13,6	10,8	10,3	-1,6	22,3	6,5	-5,7	-6,3	-2,2

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) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 3) Calcolata a partire dalle consistenze, corretta per tenere conto di incompletezze nei dati relativi ai periodi precedenti il settembre 1997.
- 4) Calcolata come differenza mensile tra le consistenze di fine periodo, corretta per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

M3			Per memoria: passività non monetarie delle istituzioni finanziarie monetarie							Totale	
Totale	Variazione percentuale annua 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
4.250,5	4,6	4,5	1.227,7	1.010,0	217,7	1.239,0	697,5	3.164,2	1998	gen.	
4.257,9	4,5	4,6	1.235,2	1.017,7	217,5	1.254,0	696,5	3.185,7		feb.	
4.266,7	4,6	4,7	1.235,8	1.019,1	216,8	1.262,5	705,7	3.203,9		mar.	
4.302,0	5,1	4,9	1.235,2	1.020,5	214,7	1.266,2	693,8	3.195,2		apr.	
4.325,0	4,9	4,9	1.235,3	1.022,3	213,0	1.267,5	700,8	3.203,6		mag.	
4.344,3	4,8	4,8	1.232,2	1.020,2	212,0	1.282,5	713,4	3.228,0		giu.	
4.336,4	4,6	4,6	1.232,6	1.021,8	210,8	1.285,2	713,1	3.230,9		lug.	
4.322,7	4,3	4,4	1.236,5	1.026,6	209,9	1.294,6	712,0	3.243,0		ago.	
4.311,7	4,2	4,4	1.234,7	1.025,3	209,3	1.295,8	715,0	3.245,5		set.	
4.343,1	4,7	4,5	1.230,4	1.021,3	209,1	1.294,1	713,3	3.237,8		ott.	
4.372,8	4,5	4,5	1.226,7	1.017,2	209,5	1.302,9	710,7	3.240,3		nov.	
4.447,8	4,4	4,8	1.237,4	1.022,8	214,6	1.296,3	700,9	3.234,6		dic.	
4.488,4	-	-	1.214,8	1.000,4	214,4	1.336,2	755,6	3.306,5	1999	gen.	
4.485,8	-	-	1.225,3	1.012,2	213,2	1.349,2	754,0	3.328,5		feb.	
4.497,9	-	-	1.228,1	1.107,2	120,9	1.363,1	769,0	3.360,2		mar. (p)	

M3			Per memoria: passività non monetarie delle istituzioni finanziarie monetarie							Totale	
Totale	Variazione percentuale annua ⁴⁾	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
8,0	-	-	7,6	7,8	-0,2	15,6	-0,9	22,3	1998	feb.	
8,3	-	-	0,5	1,2	-0,8	8,5	11,1	20,1		mar.	
38,0	-	-	-0,1	1,9	-2,0	7,1	-11,8	-4,8		apr.	
23,7	-	-	0,2	1,9	-1,7	3,4	6,8	10,5		mag.	
17,9	-	-	-3,3	-2,3	-1,0	15,4	14,9	27,0		giu.	
-5,9	-	-	0,7	1,9	-1,2	5,5	-1,5	4,7		lug.	
-14,9	-	-	3,6	4,5	-0,9	7,9	-0,7	10,9		ago.	
-4,5	-	-	-0,9	-0,4	-0,6	7,0	3,2	9,3		set.	
30,4	-	-	-4,4	-4,2	-0,2	-5,0	-2,0	-11,4		ott.	
26,5	-	-	-4,0	-4,4	0,4	7,3	-2,5	0,8		nov.	
77,6	-	-	11,4	5,9	5,5	-7,1	-9,1	-4,8		dic.	
25,7	5,4	5,0	3,0	3,3	-0,3	27,1	12,4	42,5	1999	gen.	
-6,9	5,1	5,2	3,3	4,5	-1,2	10,4	-1,7	12,0		feb.	
8,1	5,1	-	2,4	3,2	-0,9	11,0	13,5	26,9		mar. (p)	

Tavola 2.5

Prestiti delle IFM a famiglie e imprese non finanziarie, distinti per forma tecnica e durata originaria ^{1) 2)}

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

	Imprese non finanziarie ³⁾			Famiglie ³⁾						Istituzioni non a fini di lucro al servizio delle famiglie ³⁾		
	1	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Credito al consumo ⁴⁾			Mutui per l'acquisto di abitazioni ⁴⁾				
					2	3	4	5	6		7	8	9	10	11
1998 dic. (p)	2.270,6	825,6	333,7	1.111,3	2.505,1	82,9	128,7	212,7	28,4	45,8	1.405,7	41,4

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature possono derivare da arrotondamenti.

2) Le consistenze sono parzialmente stimate per la non disponibilità dei dati di uno Stato membro.

3) I codici dei settori in SEC 95 sono i seguenti: imprese non finanziarie: S11; famiglie: S14; istituzioni non a fini di lucro al servizio delle famiglie: S15.

4) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non coincidono del tutto tra i diversi paesi dell'area dell'euro. La colonna 5 comprende gli altri prestiti alle famiglie.

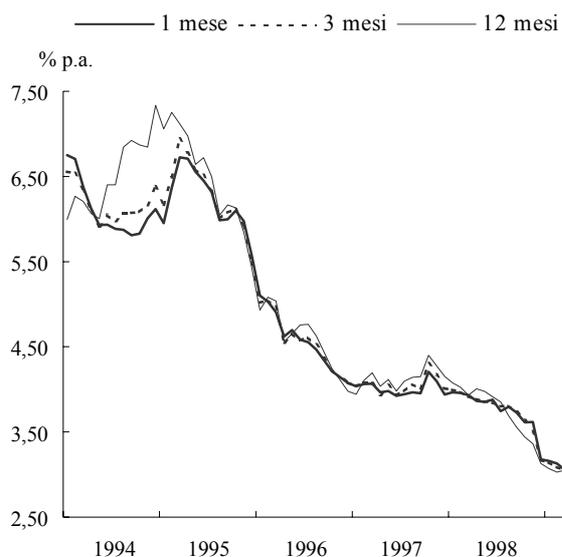
Tavola 2.6

Tassi di interesse di mercato monetario ¹⁾

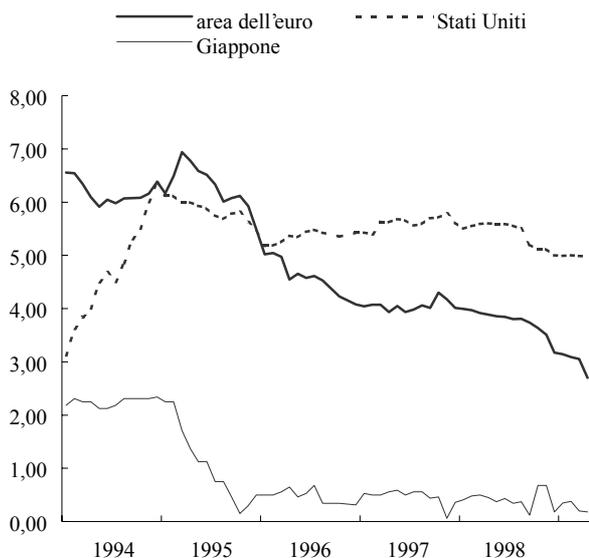
(valori percentuali in ragione d'anno) ²⁾

	Area dell'euro ^{3) 4)}					Stati Uniti ⁵⁾	Giappone ⁵⁾
	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
1998 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
1999 gen.	3,14	3,16	3,14	3,10	3,07	4,99	0,35
feb.	3,12	3,13	3,09	3,04	3,03	5,00	0,38
mar.	2,93	3,05	3,05	3,02	3,05	4,99	0,20
apr.	2,71	2,69	2,70	2,70	2,76	4,97	0,18
1999 2 apr.	2,96	2,95	2,93	2,91	2,93	4,98	0,25
9	2,81	2,66	2,66	2,68	2,72	4,98	0,18
16	2,55	2,62	2,63	2,64	2,71	4,93	0,18
23	2,93	2,58	2,59	2,61	2,68	5,00	0,12
30	2,53	2,57	2,58	2,60	2,68	4,99	0,13

Tassi di mercato monetario dell'area dell'euro (dati mensili)



Tassi di mercato monetario: a 3 mesi (dati mensili)



Fonti: Reuters e BCE.

1) Tassi di interesse del mercato interbancario (quotazioni denaro fino al dicembre 1998, lettera per i periodi successivi).

2) Dati di fine periodo fino a dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi.

3) Prima del gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono stati calcolati sulla base dei tassi d'interesse nazionali ponderati con il PIL.

4) Dal gennaio 1999, la colonna 1 riporta il tasso medio overnight dell'euro (EONIA); gli altri tassi di mercato monetario per l'area dell'euro dal gennaio 1999 sono tassi interbancari lettera (EURIBOR).

5) Dal febbraio 1999, tasso interbancario lettera sul mercato di Londra (LIBOR).

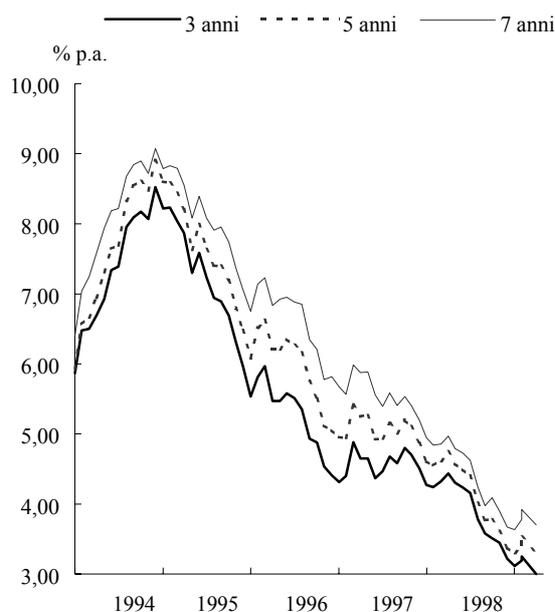
Tavola 2.7

Rendimenti dei titoli di Stato ¹⁾

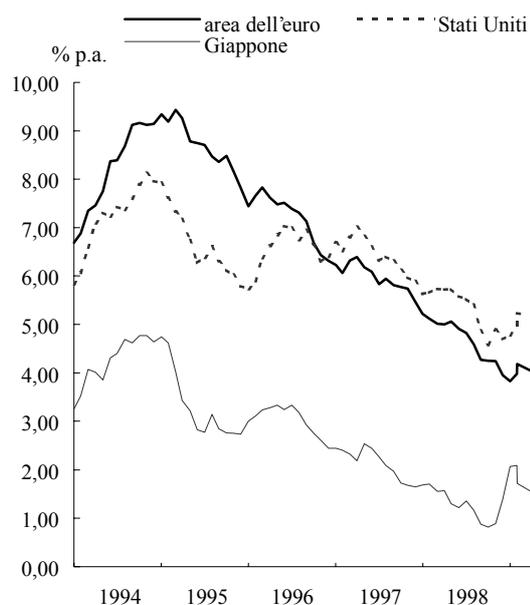
(valori percentuali in ragione d'anno)

	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	8,18	7,21	4,24
1995	5,69	5,97	6,48	7,06	8,73	6,69	3,32
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	7,23	6,54	3,03
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,99	6,45	2,15
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1998 apr.	4,26	4,44	4,75	4,97	5,00	5,72	1,57
mag.	4,13	4,30	4,58	4,79	5,06	5,73	1,30
giu.	4,08	4,24	4,50	4,73	4,91	5,58	1,22
lug.	4,04	4,16	4,41	4,62	4,82	5,53	1,36
ago.	3,68	3,78	4,01	4,24	4,59	5,41	1,17
set.	3,55	3,58	3,77	3,98	4,27	4,87	0,88
ott.	3,39	3,51	3,77	4,09	4,25	4,58	0,82
nov.	3,33	3,44	3,62	3,90	4,24	4,89	0,89
dic.	3,16	3,22	3,38	3,67	3,95	4,69	1,39
1999 gen.	2,98	3,11	3,30	3,64	3,82	4,78	2,07
feb.	3,05	3,19	3,43	3,78	3,98	4,99	2,09
mar.	3,08	3,25	3,53	3,92	4,18	5,23	1,72
apr.	2,83	3,00	3,31	3,70	4,04	5,18	1,55
1999 2 apr.	2,93	3,11	3,42	3,84	4,17	5,19	1,64
9	2,82	2,99	3,28	3,65	3,99	5,04	1,53
16	2,83	3,02	3,32	3,70	4,04	5,21	1,61
23	2,76	2,93	3,24	3,64	4,01	5,25	1,54
30	2,78	2,94	3,25	3,68	4,06	5,36	1,41

Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro (dati mensili)



Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni (dati mensili)



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

- 1) Fino al dicembre 1998 i rendimenti a 2, 3, 5 e 7 anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a 10 anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato.
- 2) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza.

Tavola 2.8

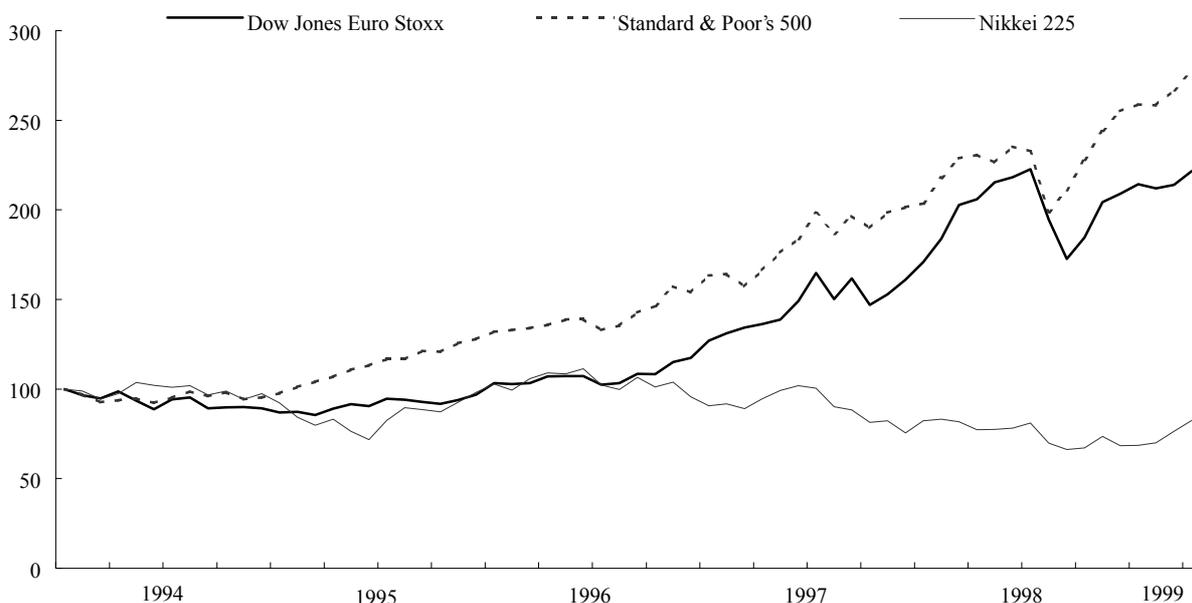
Indici del mercato azionario

(numeri indice)¹⁾

	Indici Dow Jones in euro											Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Indici settoriali										
	Definizione ampia	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 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
1999 gen.	306,01	3.486,40	146,59	152,92	498,08	226,40	254,13	229,20	301,23	367,41	339,23	1.246,89	13.859,26
feb.	302,69	3.450,87	149,74	152,16	496,17	225,01	246,99	229,33	312,25	366,43	330,00	1.244,93	14.168,83
mar.	305,52	3.524,19	153,81	155,94	480,73	254,11	249,73	229,77	311,75	374,45	318,57	1.284,56	15.459,81
apr.	316,39	3.671,80	172,06	162,67	493,62	276,64	257,18	238,42	334,72	403,94	306,87	1.335,79	16.689,65
1999 2 apr.	308,97	3.573,60	159,65	159,39	489,85	267,69	252,17	230,87	322,16	391,55	316,17	1.293,72	16.290,19
9	317,36	3.689,61	162,16	159,51	512,66	264,29	256,73	240,75	337,37	408,92	320,35	1.348,35	16.855,63
16	315,08	3.655,15	182,90	163,73	479,75	279,91	256,54	230,00	330,99	401,94	295,49	1.319,00	16.851,58
23	315,69	3.662,31	179,06	163,75	479,48	280,30	256,86	238,13	328,67	411,30	296,75	1.356,85	16.923,25
30	323,37	3.757,87	183,21	168,20	488,81	298,90	262,96	247,99	350,03	416,85	299,17	1.335,18	16.701,53

Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; dati mensili)



Fonte: Reuters.

1) Valori di fine periodo fino a dicembre 1998. Valori medi nel periodo indicato per i periodi successivi.

Tavola 2.9

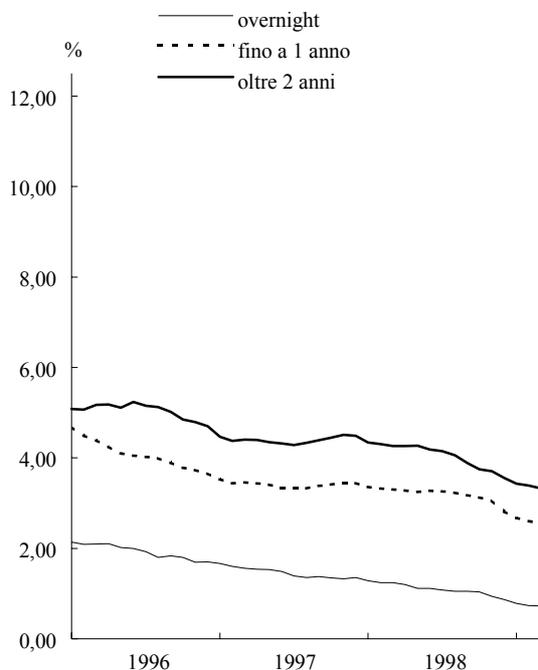
Tassi di interesse bancari al dettaglio

(valori percentuali in ragione d'anno; valori medi nel periodo indicato)

	Tassi di interesse sui depositi						Tassi di interesse sui prestiti			
	In conto corrente	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	4,09	4,69	5,04	3,05	3,16	8,84	.	11,57	7,54
1997	1,46	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,56	6,67	10,61	6,68
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,68	5,81	10,05	5,89
1998 mar.	1,25	3,30	3,34	4,26	2,74	3,32	7,00	6,07	10,30	6,21
apr.	1,20	3,28	3,30	4,26	2,71	3,30	6,89	5,99	10,12	6,08
mag.	1,12	3,24	3,26	4,27	2,71	3,33	6,80	5,95	10,07	6,07
giu.	1,12	3,27	3,28	4,18	2,58	3,34	6,72	5,91	10,06	6,01
lug.	1,08	3,26	3,26	4,15	2,56	3,29	6,60	5,85	10,03	5,88
ago.	1,05	3,23	3,24	4,05	2,55	3,30	6,55	5,77	10,03	5,81
set.	1,05	3,17	3,18	3,88	2,53	3,21	6,54	5,66	10,01	5,67
ott.	1,04	3,12	3,13	3,74	2,49	3,14	6,46	5,53	9,81	5,50
nov.	0,94	3,06	3,05	3,70	2,48	3,12	6,33	5,44	9,69	5,45
dic.	0,87	2,81	2,81	3,56	2,44	3,03	6,16	5,12	9,62	5,30
1999 gen.	0,79	2,67	2,67	3,43	2,36	2,86	6,00	5,04	9,62	5,12
feb.	0,74	2,60	2,60	3,38	2,33	2,78	5,91	5,00	9,55	5,04
mar.	0,73	2,56	2,56	3,32	2,30	2,79	5,82	4,99	9,51	5,08

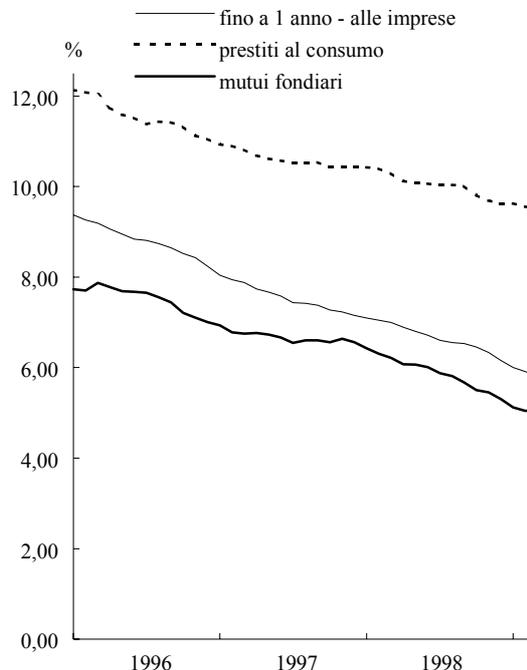
Tassi di interesse sui depositi

(dati mensili)



Tassi di interesse sui prestiti

(dati mensili)



Questi tassi di interesse bancari al dettaglio nell'area dell'euro dovrebbero essere usati con prudenza e solo a fini statistici, principalmente 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.

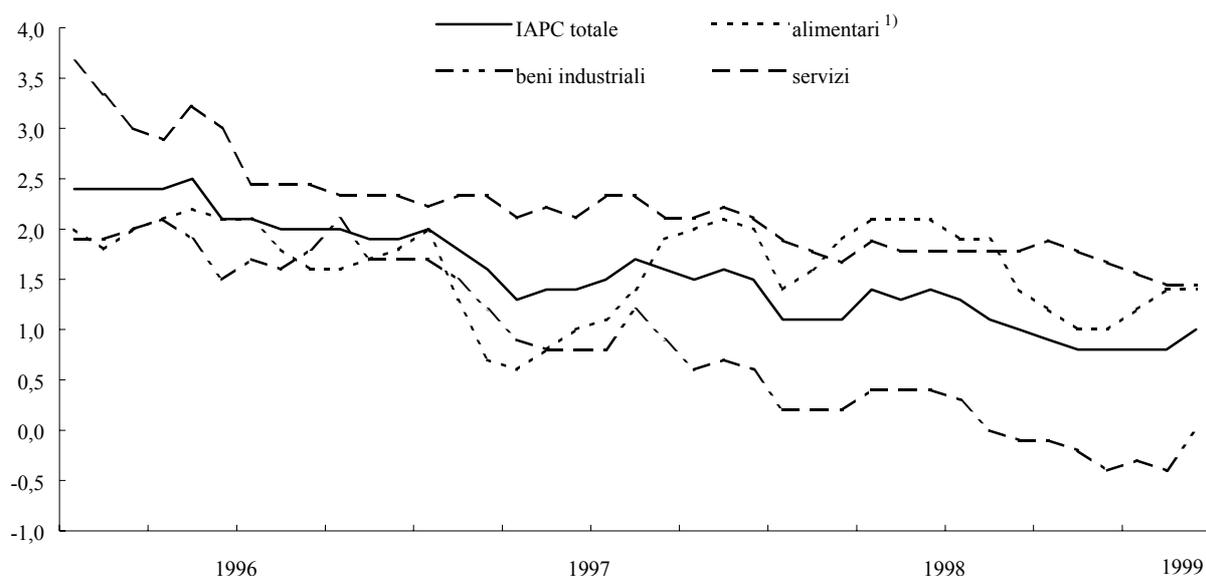
4 IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro

Tavola 4.1

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale indice 1996 = 100	Totale	Beni						Servizi	
			Alimentari ¹⁾	Trasfor- mati ¹⁾		Non trasformati	Industriali	Non energetici		Energetici
Pesi sul totale (in perc.) ²⁾	100,0	100,0	63,7	22,4	13,4	9,0	41,3	32,5	8,8	36,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	97,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1996 ³⁾	100,0	2,2	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,6	2,6	2,9
1997	101,6	1,6	1,1	1,4	1,4	1,4	1,0	0,5	2,8	2,4
1998	102,7	1,1	0,6	1,6	1,4	2,0	0,1	0,9	-2,6	2,0
1998 I trim.	102,2	1,1	0,7	1,6	1,3	2,0	0,2	0,6	-1,4	2,0
II trim.	102,8	1,3	1,0	2,1	1,6	2,8	0,4	0,9	-1,4	2,0
III trim.	102,9	1,1	0,7	1,7	1,4	2,1	0,1	1,0	-3,2	2,0
IV trim.	102,8	0,8	0,2	1,1	1,2	0,8	-0,2	0,9	-4,4	2,0
1999 I trim.	103,1	0,8	0,3	1,3	1,2	1,4	-0,2	0,8	-3,8	1,7
1998 mar.	102,4	1,1	0,8	1,9	1,4	2,6	0,2	0,7	-1,6	1,9
apr.	102,6	1,4	1,0	2,1	1,4	3,0	0,4	0,8	-1,0	2,1
mag.	102,8	1,3	1,0	2,1	1,7	2,6	0,4	0,9	-1,4	2,0
giu.	102,9	1,4	1,0	2,1	1,6	2,9	0,4	1,0	-1,7	2,0
lug.	102,9	1,3	0,9	1,9	1,6	2,5	0,3	1,0	-1,9	2,0
ago.	102,9	1,1	0,6	1,9	1,5	2,4	0,0	1,0	-3,8	2,0
set.	102,9	1,0	0,4	1,4	1,3	1,5	-0,1	1,0	-3,9	2,0
ott.	102,8	0,9	0,3	1,2	1,3	1,1	-0,1	1,0	-4,0	2,1
nov.	102,8	0,8	0,2	1,0	1,2	0,6	-0,2	0,9	-4,4	2,0
dic.	102,9	0,8	0,1	1,0	1,1	0,9	-0,4	0,9	-4,8	1,9
1999 gen.	102,8	0,8	0,2	1,2	1,3	1,1	-0,3	0,8	-4,4	1,8
feb.	103,1	0,8	0,2	1,4	1,3	1,5	-0,4	0,7	-4,3	1,7
mar.	103,4	1,0	0,5	1,4	1,2	1,7	0,0	0,7	-2,8	1,7



Fonte: Eurostat.

1) Inclusive 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 dello IAPC.

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 ¹⁾		
	Totale al netto delle costruzioni	Totale al netto delle costruzioni	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Durevoli	Non durevoli	Costruzioni ²⁾	Totale	Totale al netto dell'energia
	indice 1995 = 100	indice 1995 = 100									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	2,2	1,9	2,4	.	0,3	2,1
1996	100,4	0,4	1,0	-1,1	1,2	1,7	1,7	1,7	1,2	6,4	-6,9
1997	101,4	1,1	0,6	1,1	0,2	0,8	0,1	1,2	1,4	10,0	13,0
1998	100,6	-0,8	-0,6	-2,0	0,4	0,4	0,0	0,6	-0,1	-21,2	-12,5
1998 I trim.	101,4	0,5	0,6	-0,1	0,3	1,0	-0,2	1,6	0,3	-14,1	-0,1
1998 II trim.	101,0	-0,2	0,0	-0,9	0,4	0,5	0,0	0,9	0,1	-16,6	-10,7
1998 III trim.	100,4	-1,3	-1,1	-2,6	0,6	0,3	0,2	0,4	-0,3	-24,3	-18,2
1998 IV trim.	99,5	-2,3	-2,1	-4,2	0,2	-0,2	0,1	-0,3	-0,4	-30,0	-20,5
1999 I trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-17,5	-16,0
1998 apr.	101,2	0,1	0,4	-0,5	0,3	0,7	0,0	1,1	-	-12,2	-6,0
1998 mag.	101,1	-0,2	-0,1	-0,9	0,4	0,5	0,0	0,7	-	-18,6	-12,8
1998 giu.	100,8	-0,5	-0,3	-1,3	0,4	0,5	0,0	0,8	-	-18,9	-13,3
1998 lug.	100,6	-0,8	-0,6	-1,9	0,6	0,6	0,3	0,7	-	-21,1	-14,4
1998 ago.	100,4	-1,4	-1,2	-2,9	0,6	0,4	0,3	0,4	-	-26,3	-19,0
1998 set.	100,2	-1,6	-1,5	-3,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-	-25,4	-20,9
1998 ott.	99,8	-2,0	-1,8	-3,7	0,3	-0,1	0,0	-0,2	-	-30,6	-23,6
1998 nov.	99,5	-2,4	-2,1	-4,2	0,2	-0,2	0,1	-0,4	-	-28,6	-18,4
1998 dic.	99,1	-2,6	-2,2	-4,6	0,2	-0,2	0,1	-0,3	-	-30,8	-19,4
1999 gen.	98,8	-2,7	-2,2	-4,9	0,1	.	0,1	.	-	-23,2	-17,2
1999 feb.	98,7	-2,7	-2,1	-4,9	0,1	.	0,1	.	-	-20,6	-16,1
1999 mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-8,3	-14,7
1999 apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	0,3	-12,6

2. Deflatori del PIL e indicatori del costo del lavoro

	Deflatori del PIL ³⁾ (dest.)					Costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia	Redditi per addetto nell'intera economia	Retribuzioni per addetto nell'industria manifatturiera	
	PIL	PIL	Consumi privati	Consumi pubblici	Investimenti fissi lordi				
	indice 1995 = 100	indice 1995 = 100							
	12	13	14	15	16	17	18	19	
1995	100,0	2,8	2,6	3,0	2,1	1,7	3,5	3,7	3,7
1996	102,0	2,0	2,3	2,5	0,7	1,8	3,4	3,5	3,5
1997	103,4	1,4	1,8	2,1	1,0	0,4	2,6	3	3,0
1998	105,1	1,6	1,2	1,8	0,3	.	.	.	.
1996 II trim.	101,8	2,2	2,6	2,3	0,7	2,0	3,3	3,2	3,2
1996 III trim.	102,2	1,8	2,3	2,2	0,4	1,7	3,5	3,6	3,6
1996 IV trim.	102,6	1,6	2,1	2,3	0,2	1,5	3,3	2,8	2,8
1997 I trim.	102,9	1,5	2,0	2,1	0,6	1,8	2,9	3,1	3,1
1997 II trim.	103,2	1,3	1,6	2,4	0,8	0,3	2,9	3,4	3,4
1997 III trim.	103,6	1,3	1,8	2,0	1,2	-0,1	2,3	2,7	2,7
1997 IV trim.	104,1	1,4	1,7	2,0	1,2	-0,4	2,2	2,8	2,8
1998 I trim.	104,5	1,5	1,4	1,6	0,7	-2,2	1,0	2,2	2,2
1998 II trim.	104,8	1,6	1,4	1,6	0,4	-0,6	1,2	2,8	2,8
1998 III trim.	105,1	1,5	1,1	2,1	-0,2	-0,6	1,3	2,6	2,6
1998 IV trim.	105,6	1,5	1,0	1,7	-0,4	.	.	.	.

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

1) Prezzi in ECU fino a dicembre 1998; prezzi in euro da gennaio 1999.

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

3) Non è stato possibile utilizzare dati ESA95 in quanto non disponibili in tempo utile per questo Bollettino.

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 ¹⁾

(miliardi di ECU; dati destagionalizzati; a prezzi 1990)

	PIL	Domanda interna	Consumi delle famiglie	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7
1995	4.487,2	4.392,7	2.748,9	710,1	914,8	1.522,7	1.428,2
1996	4.561,4	4.440,6	2.803,4	718,3	921,7	1.594,1	1.473,4
1997	4.676,1	4.530,4	2.848,5	717,5	940,8	1.749,8	1.604,1
1998	4.811,8	4.690,6	2.929,7	725,2	978,6	1.845,0	1.723,8
1997 IV trim.	1.183,2	1.146,2	718,6	178,2	239,3	455,2	418,2
1998 I trim.	1.193,0	1.164,3	724,9	181,3	243,9	453,5	424,8
II trim.	1.200,2	1.169,2	728,3	182,0	242,0	464,5	433,6
III trim.	1.208,1	1.175,0	735,1	181,6	246,1	468,5	435,3
IV trim.	1.210,5	1.182,1	741,5	180,3	246,6	458,5	430,1

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

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 indice (dest.) 1995 = 100	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	-1,3	1,7	-0,4	2,0	0,3
1996	100,3	0,3	-0,1	-0,2	1,5	0,0	-0,6	-2,5	1,1	6,6
1997	104,6	4,3	4,8	5,4	4,8	2,0	2,3	-1,0	0,8	3,9
1998	108,9	4,0	4,4	3,9	6,6	6,2	1,2	0,3	2,6	7,7
1998 I trim.	108,4	6,5	7,2	7,6	9,0	6,9	1,4	4,1	2,7	12,8
II trim.	109,1	4,7	5,3	4,7	7,1	6,7	2,2	0,1	1,7	3,3
III trim.	109,2	3,9	4,2	3,2	6,6	6,5	1,9	-0,5	2,8	7,4
IV trim.	108,8	1,3	1,3	0,4	4,0	4,9	-0,4	-2,0	3,1	7,5
1999 I trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,1
1998 mar.	109,1	7,1	7,2	7,5	10,6	9,9	0,9	0,3	3,1	16,6
apr.	109,0	3,6	4,1	4,0	5,9	4,1	1,0	-2,3	0,8	-1,8
mag.	109,3	7,0	7,9	6,6	10,4	11,2	4,3	2,9	1,8	6,9
giu.	109,1	3,6	4,0	3,7	5,3	5,2	1,5	-0,3	2,6	5,3
lug.	109,4	4,2	4,6	3,5	7,3	6,2	2,5	0,3	3,4	7,2
ago.	109,0	4,2	4,8	3,6	6,9	8,1	2,2	0,3	2,3	7,1
set.	109,3	3,3	3,4	2,5	5,7	6,0	1,0	-1,9	2,6	7,9
ott.	109,2	2,4	3,1	1,3	5,9	8,8	0,2	-2,0	1,8	1,2
nov.	109,1	2,1	2,0	1,4	4,5	4,7	0,2	-2,3	4,1	15,3
dic.	108,2	-0,8	-1,3	-1,6	1,7	0,7	-1,9	-1,5	3,5	7,3
1999 gen.	108,6	1,6	0,7	0,5	4,1	2,9	1,3	.	0,5	5,1
feb.	108,2	-0,2	-0,8	-1,4	1,4	0,7	1,0	.	1,9	5,6
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	10,0

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

1) Le componenti non includono la variazione delle scorte. I dati relativi all'ultimo trimestre sono stime preliminari.

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)

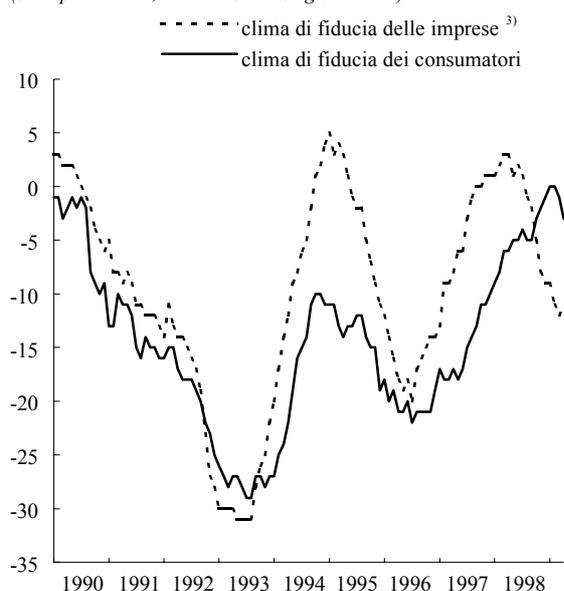
	Occupazione				Disoccupazione ²⁾		Produttività del lavoro	
	Totale economia ¹⁾		Industria manifatturiera		Milioni	In percentuale delle forze di lavoro	Totale economia ¹⁾ (variaz. perc. annua)	Industria manifatturiera (variaz. perc. annua)
	Indice 1995 = 100	Variazione percentuale annua	Indice 1995 = 100	Variazione percentuale annua				
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	100,0	0,4	100,0	-1,1	14,382	11,4	1,8	4,7
1996	100,2	0,2	98,1	-1,9	14,808	11,6	1,6	1,9
1997	100,5	0,3	97,1	-1,0	14,888	11,6	2,3	5,9
1998	101,7	1,3	97,8	0,7	14,053	10,9	.	3,7
1998 I trim.	101,1	1,0	97,6	0,6	14,414	11,2	3,4	6,6
1998 II trim.	101,5	1,1	97,9	1,0	14,147	10,9	1,8	4,3
1998 III trim.	102,0	1,4	97,9	0,9	13,946	10,8	1,8	3,3
1998 IV trim.	102,3	1,5	97,8	0,5	13,707	10,6	.	0,9
1999 I trim.	.	.	.	.	13,466	10,4	.	.
1998 mar.	-	-	97,7	0,7	14,329	11,1	-	6,4
1998 apr.	-	-	97,8	0,9	14,221	11,0	-	3,3
1998 mag.	-	-	97,9	1,0	14,160	10,9	-	6,8
1998 giu.	-	-	98,0	1,0	14,060	10,9	-	2,9
1998 lug.	-	-	97,9	0,9	13,994	10,8	-	3,6
1998 ago.	-	-	97,9	0,9	13,967	10,8	-	3,8
1998 set.	-	-	97,9	0,9	13,877	10,7	-	2,6
1998 ott.	-	-	97,9	0,7	13,767	10,6	-	2,5
1998 nov.	-	-	97,8	0,4	13,684	10,6	-	1,5
1998 dic.	-	-	97,7	0,3	13,670	10,6	-	-1,6
1999 gen.	-	-	.	.	13,516	10,5	-	.
1999 feb.	-	-	.	.	13,463	10,4	-	.
1999 mar.	-	-	.	.	13,418	10,4	-	.

Figura 5.3

Inchieste congiunturali

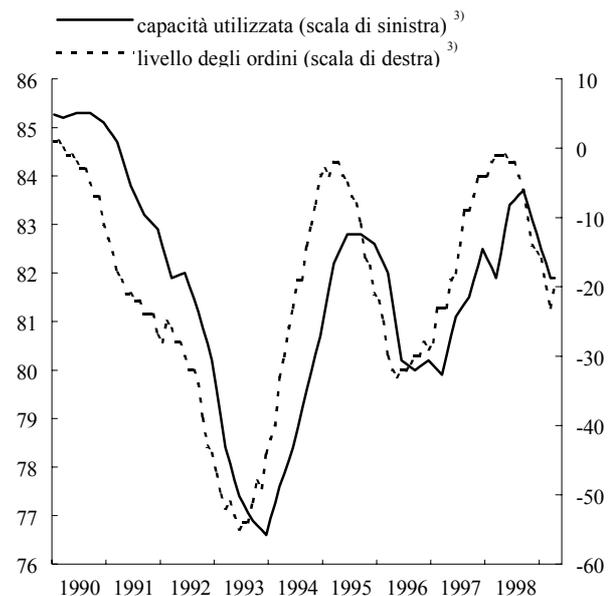
Indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese

(saldi percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Capacità utilizzata e livello degli ordini

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



Fonti: elaborazioni della BCE sulla base di dati nazionali non armonizzati (colonne 1, 2 e 7) ed Eurostat (colonne da 3 a 6 e colonna 8); per il grafico, inchieste congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

- 1) I risultati trimestrali sono basati sui dati disponibili per i paesi che producono statistiche mensili o trimestrali.
- 2) Calcolata in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 3) Settore manifatturiero; 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

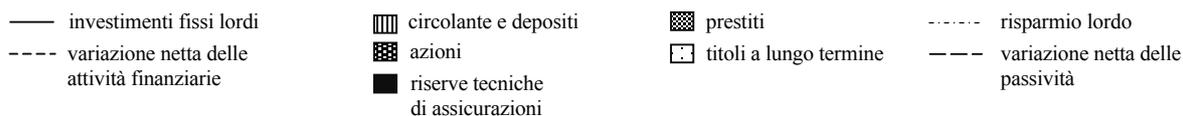
(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)

	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1990	23,6	22,8	0,1	19,1	13,8	18,7	5,6	4,4	3,2	2,0	2,5	
1991	21,9	23,0	-1,3	19,1	14,3	16,8	3,9	3,0	2,6	1,6	2,5	
1992	20,9	22,2	-1,0	18,4	13,7	14,3	4,5	1,7	0,5	1,3	2,6	
1993	20,0	20,2	0,5	16,6	12,3	13,0	5,4	0,6	1,1	0,9	2,9	
1994	20,4	19,8	0,3	16,5	12,3	14,1	3,4	2,3	2,5	1,5	3,0	
1995	21,3	20,0	1,0	16,9	12,6	13,2	4,7	1,9	1,7	1,3	3,3	
1996	20,9	19,7	1,4	16,7	12,4	13,2	4,1	0,3	1,2	1,1	3,6	
1997	21,4	19,0	2,1	16,3	12,0	12,0	2,1	-0,3	0,2	1,3	3,6	

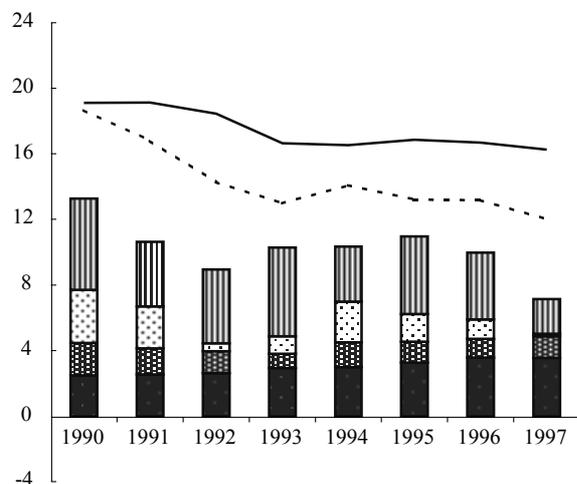
	Finanziamenti dei settori privati non finanziari ^{1) 2)}									Risparmio finanziario (col. 6 - 14)	Investimenti finanziari in percentuale degli investimenti lordi totali (col. 6/(4+6))	Variazione netta delle passività in percentuale del finanziamento totale (col. 14/(12+14))
	Risparmio lordo	Famiglie	Variazione netta delle passività	Titoli	Titoli a lungo termine	Azioni	Prestiti	Prestiti a lungo termine				
									12				13	14	15	16	17	18	19
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1990	22,0	12,0	14,2	0,6	0,3	2,1	9,6	4,5	4,4	49,4	39,3	
1991	21,0	12,1	13,2	0,4	0,3	1,7	8,9	4,8	3,6	46,8	38,5	
1992	20,7	12,1	10,7	0,7	0,6	1,6	6,9	4,7	3,6	43,6	34,0	
1993	20,4	11,5	7,4	1,3	1,4	1,7	3,6	4,3	5,6	43,8	26,6	
1994	20,4	10,6	9,9	1,1	1,2	1,9	3,9	3,7	4,1	46,0	32,8	
1995	21,4	10,7	5,7	-1,7	-1,8	1,7	4,9	3,0	7,5	43,9	21,1	
1996	20,7	10,5	8,7	0,2	0,1	1,9	4,8	3,6	4,5	44,1	29,6	
1997	20,1	9,9	7,9	0,0	0,0	1,5	4,9	3,2	4,1	42,5	28,2	

Investimenti e fonti di finanziamento dei settori privati non finanziari ^{1) 2)}

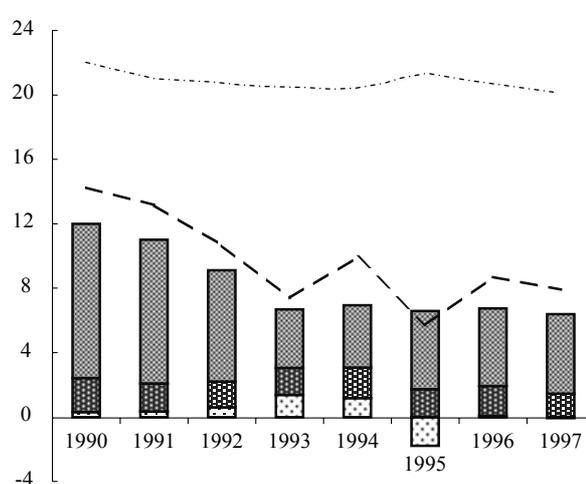
(in percentuale del PIL)



Investimenti



Fonti di finanziamento



Fonte: BCE.

1) Principali componenti degli investimenti e delle fonti di finanziamento.

2) I settori privati non finanziari includono le società non finanziarie, le famiglie e le istituzioni non a fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

7 Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro e nei paesi dell'area

Tavola 7

Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro ^{1) 2)}: entrate e spese

	Entrate							Spese							
	Totale	Entrate correnti	Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti	Salari e stipendi	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti alle famiglie	Spese in conto capitale	Investimenti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1991	48,0	47,5	12,3	12,9	17,3	2,5	0,4	52,4	47,7	11,8	5,5	4,9	21,3	4,6	3,0
1992	49,2	48,4	12,3	13,0	17,7	2,7	0,8	53,8	49,3	12,1	5,5	5,5	22,2	4,5	3,0
1993	49,9	49,4	12,5	13,2	18,2	2,8	0,5	55,5	51,0	12,3	5,7	5,7	23,1	4,5	2,9
1994	49,2	48,6	12,0	13,4	18,1	2,7	0,5	54,3	50,1	12,0	5,5	5,4	23,1	4,2	2,7
1995	49,1	48,5	12,1	13,3	18,1	2,8	0,6	54,0	49,7	11,8	5,3	5,7	23,1	4,3	2,6
1996	49,3	48,8	12,1	13,4	18,3	2,8	0,5	53,4	49,7	11,9	5,4	5,5	23,2	3,7	2,4
1997	49,7	49,0	12,2	13,5	18,3	2,7	0,7	52,2	48,6	11,6	5,2	5,0	23,1	3,6	2,3
1998	49,1	48,6	12,5	14,1	17,2	2,7	0,5	51,2	47,4	11,3	5,1	4,5	22,6	3,7	2,3

2. Area dell'euro ^{1) 2)}: risparmio, disavanzo e debito

	Risparmio lordo	Disavanzo (-) / Avanzo (+)				Disav. (-)/ Avanzo (+) primario	Aggiustamento disav./ debito ³⁾	Variazione del debito ⁴⁾				Debito lordo			
		Totale	Amm. centrale	Amm. locali	Enti di previdenza			Totale	Depositi/prestiti	Titoli a breve	Titoli a medio e lungo termine	Totale	Depositi/prestiti	Titoli a breve	Titoli a medio e lungo termine
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
1991	-0,2	-4,4	-4,5	-0,2	0,3	0,5	0,7	5,1	1,3	0,0	3,9	58,3	18,5	8,5	31,2
1992	-0,9	-4,6	-4,3	-0,2	-0,1	0,9	2,2	6,8	1,7	0,9	4,2	61,9	19,2	8,9	33,8
1993	-1,6	-5,5	-5,3	-0,2	0,0	0,2	2,5	8,1	1,5	-0,3	6,9	68,4	20,2	8,4	39,8
1994	-1,5	-5,1	-4,9	-0,2	0,0	0,3	0,8	5,9	0,2	0,6	5,1	70,8	19,4	8,5	42,9
1995	-1,3	-5,0	-4,6	-0,1	-0,3	0,7	2,3	7,3	2,0	-0,2	5,5	74,8	20,6	7,9	46,4
1996	-0,9	-4,1	-3,9	0,0	-0,2	1,3	-0,2	3,9	0,3	0,2	3,4	76,1	20,2	7,8	48,1
1997	0,4	-2,5	-2,6	0,0	0,0	2,5	-0,3	2,2	-0,1	-1,0	3,2	75,4	19,3	6,6	49,5
1998	1,1	-2,1	-2,3	0,2	0,1	2,4	-0,6	1,5	-0,4	-0,7	2,6	73,6	18,1	5,6	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
1991	-6,3	-3,3	-4,4	-2,1	-2,3	-10,1	1,9	-2,9	-3,0	-6,0	-1,1
1992	-7,1	-2,8	-4,0	-3,9	-2,4	-9,6	0,7	-3,9	-2,0	-3,0	-5,7
1993	-7,3	-3,5	-6,8	-5,8	-2,3	-9,6	1,6	-3,2	-4,3	-6,1	-7,3
1994	-4,9	-2,6	-6,2	-5,8	-1,5	-9,2	2,7	-3,8	-5,0	-6,0	-6,0
1995	-4,0	-3,3	-7,1	-4,9	-2,1	-7,7	1,8	-4,0	-5,1	-5,7	-4,6
1996	-3,1	-3,4	-4,5	-4,1	-0,3	-6,6	2,8	-2,0	-3,7	-3,3	-3,1
1997	-1,9	-2,7	-2,6	-3,0	1,1	-2,7	2,9	-0,9	-1,9	-2,5	-1,2
1998	-1,3	-2,1	-1,8	-2,9	2,3	-2,7	2,1	-0,9	-2,1	-2,3	1,0

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
1991	128,4	40,9	44,6	35,8	92,6	102,0	4,0	79,0	58,2	67,3	23,1
1992	130,6	43,6	47,0	39,9	89,5	109,4	4,9	79,9	58,1	59,9	41,5
1993	137,6	47,5	58,8	45,4	93,1	120,0	5,9	81,1	62,8	63,2	58,0
1994	135,1	49,9	61,3	48,6	86,5	125,7	5,5	77,8	65,6	63,8	59,6
1995	132,2	58,3	64,2	52,8	78,9	125,3	5,8	79,0	69,4	65,9	58,1
1996	128,0	60,8	68,6	55,7	69,4	124,6	6,3	77,0	69,8	64,9	57,8
1997	123,4	61,5	67,5	58,1	61,3	122,4	6,4	71,2	64,3	61,7	54,9
1998	117,3	61,0	65,6	58,5	52,1	118,7	6,7	67,7	63,1	57,8	49,6

Fonti: BCE per i dati relativi all'area dell'euro. Commissione europea per i dati relativi ai disavanzi e al debito dei paesi dell'area dell'euro.

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

8 Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro e posizione di riserva dell'Eurosistema

Tavola 8.1

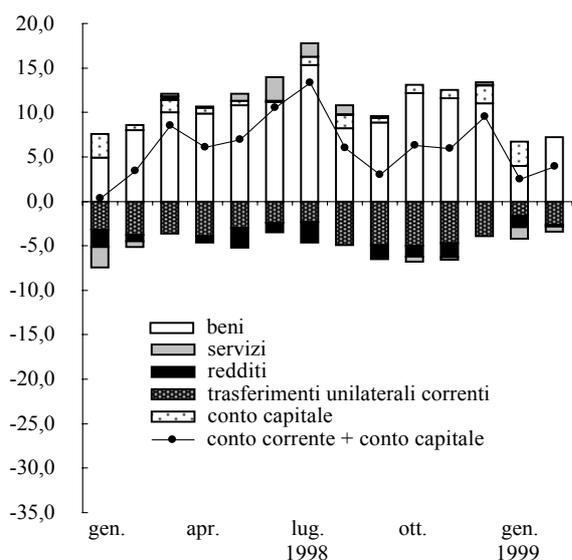
Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)

	Conto corrente					Conto capitale	Conto finanziario ²⁾						Errori e omissioni ³⁾
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali correnti		Totale ³⁾	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio ³⁾	Derivati ³⁾	Altri investimenti ³⁾⁴⁾	Riserve ufficiali ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	67,0	122,1	3,1	-12,6	-45,5	12,6	7,9	-100,2	-90,8	-8,3	198,9	8,3	-87,6
1998 I trim.	7,6	22,9	-2,6	-2,2	-10,5	4,7	-1,6	-11,2	-54,7	0,3	65,2	-1,3	-10,7
1998 II trim.	22,3	31,8	3,7	-4,0	-9,3	1,2	4,1	-14,8	-1,7	-4,1	24,6	0,0	-27,5
1998 III trim.	19,3	32,4	2,7	-3,8	-12,1	3,0	-3,3	-23,1	12,3	1,2	3,5	2,8	-19,0
1998 IV trim.	17,9	34,9	-0,6	-2,8	-13,6	3,7	8,7	-51,1	-46,7	-5,6	105,5	6,7	-30,3
1998 gen.	-2,4	4,9	-2,3	-1,9	-3,2	2,7	13,5	-5,1	-2,0	-1,8	20,0	2,5	-13,9
1998 feb.	2,8	8,0	-0,6	-0,7	-3,8	0,6	-17,6	-4,5	-22,8	0,7	12,9	-3,9	14,2
1998 mar.	7,1	10,0	0,3	0,4	-3,6	1,4	2,5	-1,5	-29,9	1,4	32,3	0,2	-11,0
1998 apr.	5,5	9,9	0,2	-0,7	-3,9	0,6	-29,0	-8,2	-21,9	-0,9	2,9	-0,9	22,9
1998 mag.	6,4	10,8	0,8	-2,2	-3,0	0,5	19,5	-1,3	9,1	-1,5	12,3	0,9	-26,4
1998 giu.	10,4	11,2	2,7	-1,1	-2,4	0,1	13,6	-5,2	11,1	-1,8	9,5	0,0	-24,1
1998 lug.	12,3	15,3	1,5	-2,3	-2,3	1,0	23,8	-8,6	14,6	-1,4	17,8	1,3	-37,1
1998 ago.	4,5	8,2	1,0	0,1	-4,9	1,5	8,6	-7,9	8,5	2,3	8,3	-2,5	-14,6
1998 set.	2,5	8,9	0,2	-1,6	-4,9	0,5	-35,7	-6,6	-10,8	0,3	-22,6	4,0	32,6
1998 ott.	5,4	12,2	-0,6	-1,2	-5,0	0,9	-12,3	-16,6	-33,4	-3,0	44,1	-3,3	6,0
1998 nov.	5,0	11,6	-0,3	-1,6	-4,7	0,9	4,7	-33,8	1,8	-2,4	45,1	-6,1	-10,5
1998 dic.	7,5	11,0	0,3	0,1	-3,9	2,0	16,3	-0,7	-15,1	-0,2	16,2	16,1	-25,8
1999 gen.	-0,2	4,0	-1,3	-1,3	-1,6	2,7	11,8	-5,2	8,1	-2,1	13,6	-2,4	-14,3
1999 feb.	3,9	7,2	-0,6	-0,2	-2,6	0,0	6,7	-2,0	-16,8	-0,2	21,2	4,6	-10,6

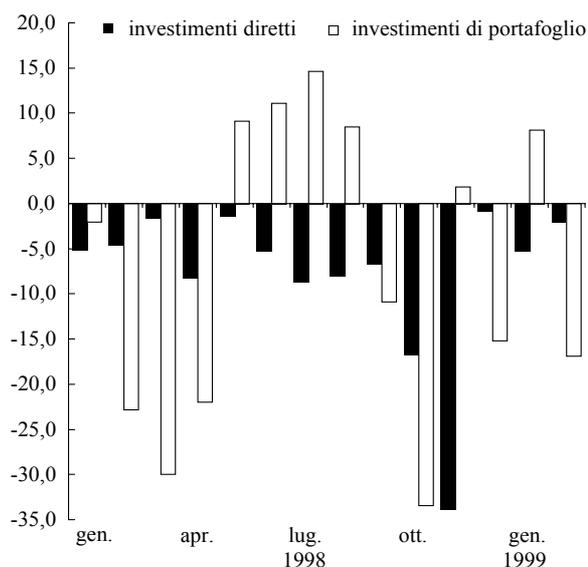
Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)



Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)



Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature possono derivare da arrotondamenti.

2) Afflussi (+); deflussi (-).

3) Serie i cui dati da gennaio 1999 non sono precisamente confrontabili con le osservazioni precedenti.

4) I flussi precedenti al gennaio 1999 sono parzialmente stimati.

Tavola 8.2

Conto corrente e conto capitale ¹⁾

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)

	Conto corrente										Conto capitale	
	Totale		Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti unilaterali correnti		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1998	1.277,8	1.210,7	779,4	657,3	247,6	244,4	190,2	202,9	60,6	106,1	17,6	5,0
1998 I trim.	317,6	310,1	190,8	167,9	56,3	58,9	47,0	49,2	23,5	34,1	5,9	1,2
II trim.	325,7	303,5	199,0	167,2	64,1	60,4	50,3	54,2	12,3	21,6	2,4	1,2
III trim.	316,0	296,7	190,8	158,3	67,4	64,7	45,5	49,3	12,2	24,3	4,1	1,1
IV trim.	318,4	300,5	198,8	163,9	59,7	60,4	47,4	50,1	12,5	26,1	5,2	1,5
1998 gen.	104,7	107,1	58,6	53,7	18,5	20,8	14,6	16,5	13,0	16,2	3,1	0,4
feb.	101,0	98,1	62,3	54,3	17,6	18,2	15,1	15,8	6,0	9,8	0,9	0,4
mar.	112,0	104,9	69,9	60,0	20,2	19,9	17,3	16,9	4,6	8,1	1,8	0,4
apr.	106,4	101,0	66,5	56,6	20,2	20,0	16,2	16,9	3,5	7,4	1,0	0,4
mag.	104,4	98,0	64,3	53,5	20,7	19,9	15,2	17,3	4,2	7,2	0,9	0,4
giu.	114,9	104,5	68,2	57,1	23,2	20,5	18,9	20,0	4,6	7,0	0,5	0,4
lug.	116,0	103,7	70,6	55,3	24,1	22,6	16,2	18,5	5,0	7,3	1,4	0,4
ago.	94,6	90,1	55,3	47,1	22,3	21,3	13,4	13,3	3,6	8,5	1,8	0,3
set.	105,4	102,9	64,8	55,9	21,0	20,9	15,9	17,5	3,6	8,5	0,9	0,4
ott.	106,8	101,4	68,2	56,0	20,4	21,0	14,6	15,8	3,6	8,6	1,3	0,4
nov.	101,5	96,5	65,2	53,5	18,1	18,4	14,2	15,8	4,1	8,8	1,3	0,5
dic.	110,1	102,5	65,4	54,4	21,2	20,9	18,6	18,5	4,8	8,7	2,6	0,6
1999 gen.	94,3	94,5	53,0	49,0	14,5	15,8	14,2	15,5	12,6	14,2	3,1	0,5
feb.	93,7	89,8	58,1	50,9	16,0	16,6	14,3	14,4	5,3	7,9	0,5	0,5

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature possono derivare da arrotondamenti.

Tavola 8.4

Investimenti diretti e di portafoglio ^{1) 2)}

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)

	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio									
			Totale		Azioni		Titoli					
	all'estero	nell'area dell'euro	Attività	Passività ³⁾	Attività	Passività ³⁾	Attività			Passività ³⁾		
							Totale	Obbliga- zioni	Strumenti monetari	Totale	Obbliga- zioni	Strumenti monetari
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1998	-177,9	77,7	-307,1	216,3	-82,4	68,5	-224,7	-206,9	-17,9	147,8	119,4	28,3
1998 I trim.	-46,4	35,2	-114,1	59,4	-29,6	14,8	-84,5	-74,9	-9,5	44,6	39,9	4,6
II trim.	-39,6	24,9	-83,3	81,6	-25,6	24,8	-57,6	-55,1	-2,5	56,7	44,3	12,4
III trim.	-25,3	2,2	-55,0	67,3	-9,8	-0,4	-45,2	-42,5	-2,7	67,7	50,5	17,3
IV trim.	-66,6	15,4	-54,7	8,0	-17,3	29,2	-37,4	-34,3	-3,1	-21,2	-15,2	-6,0
1998 gen.	-9,8	4,7	-20,8	18,7	-5,7	4,7	-15,1	-16,3	1,2	14,0	11,3	2,7
feb.	-15,0	10,5	-51,1	28,3	-11,4	3,2	-39,7	-33,0	-6,7	25,1	26,0	-1,0
mar.	-21,6	20,1	-42,3	12,4	-12,5	6,9	-29,7	-25,7	-4,0	5,5	2,6	2,9
apr.	-20,7	12,5	-34,0	12,1	-8,0	1,2	-26,0	-30,9	4,9	10,9	10,6	0,3
mag.	-12,3	10,9	-19,6	28,7	-6,7	5,5	-12,9	-10,0	-2,9	23,2	15,8	7,5
giu.	-6,6	1,4	-29,7	40,8	-10,9	18,2	-18,7	-14,2	-4,6	22,6	17,9	4,7
lug.	-2,8	-5,8	-23,0	37,6	-3,2	9,1	-19,8	-20,9	1,1	28,6	17,0	11,6
ago.	-4,0	-4,0	-14,5	23,0	0,5	-5,4	-15,0	-14,1	-0,9	28,4	22,4	6,0
set.	-18,6	12,0	-17,5	6,7	-7,1	-4,1	-10,4	-7,4	-2,9	10,8	11,1	-0,3
ott.	-11,7	-5,0	-6,9	-26,6	-1,4	-6,1	-5,5	-8,0	2,5	-20,4	-24,8	4,3
nov.	-41,1	7,3	-30,3	32,1	-9,0	33,0	-21,3	-15,7	-5,6	-0,9	1,1	-2,0
dic.	-13,8	13,1	-17,6	2,5	-7,0	2,4	-10,6	-10,6	0,0	0,1	8,4	-8,3
1999 gen.	-11,6	6,3	-17,2	25,3	-6,3	5,9	-10,9	-7,4	-3,5	19,3	23,5	-4,1
feb.	-5,4	3,4	-19,8	3,0	-3,1	2,8	-16,7	-18,5	1,8	0,1	-5,8	5,9

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature possono derivare da arrotondamenti.

2) Afflussi (+); deflussi (-).

3) I dati dal gennaio 1999 non sono precisamente confrontabili con le osservazioni precedenti.

Tavola 8.5

Altri investimenti ^{1) 2) 3)}

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); flussi netti)

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		Altre istituzioni finanziarie e monetarie (escluso eurosistema)						Altri settori	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-37,0	235,8	-0,7	2,5	-1,4	-8,2	-18,1	211,0	-38,3	36,6	20,3	174,4	-16,8	30,5
1998 I trim.	-31,2	96,4	0,4	-0,1	-1,9	-2,4	-9,6	88,7	-7,6	11,1	-1,9	77,6	-20,1	10,2
1998 II trim.	-1,5	26,2	-1,0	0,5	-2,9	-1,0	-1,8	20,7	-13,7	7,7	11,9	13,1	4,2	5,9
1998 III trim.	-79,3	82,8	0,4	-0,6	0,4	-1,9	-73,6	78,7	-14,7	1,4	-58,8	77,3	-6,5	6,6
1998 IV trim.	75,0	30,4	-0,5	2,7	3,1	-2,8	66,9	22,8	-2,3	16,4	69,1	6,4	5,6	7,8
1998 gen.	-14,4	34,3	0,1	0,2	-2,4	-1,6	3,1	32,8	-4,4	3,6	7,5	29,2	-15,2	2,9
1998 feb.	-14,1	27,0	0,3	-0,3	-0,8	-1,3	-6,6	24,6	-4,3	7,3	-2,3	17,4	-7,0	4,0
1998 mar.	-2,7	35,0	0,0	0,1	1,2	0,5	-6,0	31,3	1,1	0,2	-7,1	31,1	2,1	3,3
1998 apr.	6,7	-3,8	0,0	0,3	0,5	0,2	12,9	-7,2	-4,1	4,0	17,0	-11,3	-6,6	2,9
1998 mag.	-0,7	12,9	0,0	-0,3	-1,2	-0,6	-5,9	13,5	-3,9	0,8	-1,9	12,7	6,4	0,4
1998 giu.	-7,6	17,0	-0,9	0,6	-2,2	-0,6	-8,8	14,5	-5,6	2,9	-3,2	11,6	4,4	2,6
1998 lug.	-3,2	20,9	0,2	-0,1	0,3	-3,4	6,4	21,9	-3,3	0,9	9,7	21,1	-10,0	2,5
1998 ago.	-10,2	18,5	0,1	-0,1	0,5	0,5	-22,8	17,4	-6,1	-1,6	-16,7	19,0	12,0	0,7
1998 set.	-65,9	43,3	0,1	-0,4	-0,3	0,9	-57,1	39,4	-5,3	2,1	-51,9	37,3	-8,5	3,4
1998 ott.	5,5	38,7	0,0	0,4	0,2	0,4	14,8	33,6	-1,0	4,6	15,7	29,0	-9,5	4,3
1998 nov.	10,2	34,9	-0,1	-2,7	1,1	1,5	2,5	33,1	0,5	2,3	2,1	30,9	6,7	3,0
1998 dic.	59,4	-43,2	-0,4	5,0	1,8	-4,7	49,6	-43,9	-1,8	9,6	51,4	-53,5	8,4	0,5
1999 gen.	-59,2	72,8	2,7	0,0	-0,5	-5,6	-58,5	75,1	-13,2	8,2	-45,3	67,0	-3,0	3,2
1999 feb.	20,4	0,7	-4,9	0,0	-2,1	-0,7	39,4	-3,2	-0,7	-3,0	40,2	-0,2	-12,0	4,6

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature possono derivare da arrotondamenti.

2) Afflussi (+); deflussi (-).

3) I dati dal gennaio 1999 non sono precisamente confrontabili con le osservazioni precedenti. I flussi precedenti al gennaio 1999 sono parzialmente stimati.

Tavola 8.6**Riserve dell'Eurosistema e altre attività connesse ^{1) 2)}***(miliardi di euro; consistenze di fine periodo, salvo diversa indicazione)*

		Riserve ufficiali							Per memoria: altre attività
		Totale	Oro monetario	In milioni di once	Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nel FMI	Valuta estera	Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	1 gen.	330,2	99,6	405	5,8	22,7	201,5	0,7	7,6
	gen.	337,5	101,6	405	5,6	22,7	206,0	1,7	7,4
	feb.	340,2	105,6	405	2,6	22,8	208,5	0,7	9,4
	mar.	348,9	105,3	405	3,4	23,6	214,7	1,8	10,1

*Fonte: BCE.**1) Eventuali mancate quadrature possono derivare da arrotondamenti.**2) I dati non sono del tutto confrontabili con quelli riportati nella tavola 1.1 a causa di differenze nelle definizioni e nei criteri di valutazione.*

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

Tavola 9

1. Esportazioni ¹⁾

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); valore f.o.b.)

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alim. non energ.	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manufatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri	Numeri indici 1995 = 100		
									Valore ²⁾	Volume ²⁾	Valori unitari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	622,5	46,8	14,5	11,1	79,5	182,8	271,3	16,4	100,0	100,0	100,0
1996	669,7	48,6	13,7	13,0	85,1	194,3	293,5	21,6	107,6	104,6	102,8
1997	762,4	52,8	16,3	14,4	98,9	216,4	342,6	20,8	122,5	115,9	105,7
1998	790,5	.	.	.	.	.	.	.	127,0	.	.
1996 III trim.	162,6	11,9	3,3	3,1	21,7	48,4	69,3	4,9	104,5	102,0	102,5
IV trim.	182,2	13,3	3,6	3,5	21,7	52,0	82,0	6,0	117,1	114,8	101,9
1997 I trim.	170,7	12,0	3,8	3,7	22,6	48,9	74,7	5,0	109,7	104,1	105,3
II trim.	191,7	13,4	4,1	3,6	25,1	53,8	86,4	5,3	123,2	117,3	105,1
III trim.	193,4	13,0	4,2	3,4	25,6	55,6	86,5	5,1	124,3	116,5	106,6
IV trim.	206,6	14,4	4,2	3,7	25,6	58,1	95,1	5,5	132,8	125,6	105,7
1998 I trim.	193,9	13,1	4,1	3,4	26,5	54,3	87,5	5,0	124,6	115,5	107,9
II trim.	203,5	13,9	3,9	3,3	26,9	56,0	94,5	5,0	130,8	122,3	106,9
III trim.	194,5	12,7	3,9	2,9	25,7	54,5	90,0	4,7	125,0	117,1	106,7
IV trim.	198,6	.	.	.	.	.	.	.	127,7	.	.
1997 nov.	66,3	4,7	1,3	1,2	8,2	18,8	30,4	1,7	127,8	121,1	105,6
dic.	67,1	4,5	1,3	1,2	8,1	18,1	32,0	1,8	129,4	122,3	105,8
1998 gen.	58,4	4,0	1,3	1,2	8,4	16,2	25,8	1,6	112,6	104,6	107,7
feb.	63,6	4,3	1,4	1,0	8,6	18,0	28,8	1,6	122,7	113,8	107,8
mar.	71,9	4,8	1,5	1,2	9,6	20,2	32,9	1,7	138,5	128,2	108,1
apr.	67,9	4,7	1,3	1,1	9,2	18,8	30,9	1,8	130,9	122,3	107,0
mag.	65,7	4,5	1,3	1,1	8,7	18,1	30,5	1,6	126,7	118,4	107,0
giu.	69,9	4,7	1,3	1,1	9,1	19,1	33,1	1,6	134,8	126,3	106,7
lug.	72,7	4,5	1,3	1,1	9,2	20,9	34,0	1,6	140,2	131,1	106,9
ago.	56,2	4,0	1,2	0,9	7,7	15,4	25,4	1,5	108,3	102,2	105,9
set.	65,6	4,2	1,3	0,9	8,8	18,2	30,6	1,6	126,5	118,1	107,1
ott.	68,3	4,5	1,3	1,0	8,6	19,3	32,2	1,4	131,7	124,6	105,7
nov.	66,1	4,5	1,3	0,9	8,0	17,7	31,9	1,8	127,4	121,6	104,7
dic.	64,3	.	.	.	.	.	.	.	123,9	.	.
1999 gen.	54,1	.	.	.	.	.	.	.	104,3	.	.

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

- 1) A causa di differenze nelle definizioni, nella copertura e nei tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio con l'estero (compilati da Eurostat) non sono del tutto confrontabili con la voce beni delle statistiche di bilancia dei pagamenti compilate dalla BCE. (tavola 8.2).
- 2) Elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

2. Importazioni ¹⁾

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); valore c.i.f.)

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alim. non energ.	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri	Numeri indici 1995 = 100		
									Valore ²⁾	Volume ²⁾	Valori unitari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	562,7	46,0	39,8	62,1	52,1	163,7	177,4	21,6	100,0	100,0	100,0
1996	593,9	46,7	36,5	73,8	53,8	166,1	191,3	25,7	105,5	102,8	102,6
1997	674,0	49,7	41,3	81,2	62,0	188,1	228,7	23,0	119,8	110,3	108,6
1998	707,8	.	.	.	.	.	.	.	125,8	.	.
1996 III trim.	140,9	11,2	8,3	17,8	12,7	41,8	43,5	5,7	100,2	98,1	102,1
IV trim.	157,9	12,1	9,0	22,2	13,7	41,4	51,3	8,1	112,2	108,8	103,1
1997 I trim.	159,1	11,4	9,7	21,2	14,7	44,6	51,8	5,8	113,1	105,9	106,8
II trim.	168,0	12,6	11,0	18,6	16,0	46,5	57,5	5,7	119,4	111,4	107,2
III trim.	166,6	12,2	10,0	20,0	15,2	48,9	55,6	4,7	118,4	106,9	110,8
IV trim.	180,3	13,5	10,6	21,4	16,1	48,2	63,8	6,8	128,2	116,9	109,6
1998 I trim.	180,5	12,6	10,8	17,5	17,6	51,2	64,5	6,2	128,3	119,6	107,3
II trim.	178,7	12,5	11,1	15,9	17,2	50,0	65,8	6,1	127,0	121,4	104,6
III trim.	170,6	12,2	9,6	14,7	16,2	50,1	62,4	5,3	121,3	119,2	101,8
IV trim.	178,1	.	.	.	.	.	.	.	126,6	.	.
1997 nov.	58,0	4,2	3,5	6,8	5,2	15,4	20,8	2,0	123,7	112,4	110,0
dic.	58,8	4,4	3,4	7,1	5,1	15,3	21,0	2,5	125,5	116,3	107,9
1998 gen.	57,9	4,1	3,5	6,2	5,6	16,4	20,1	2,0	123,5	114,7	107,6
feb.	58,2	4,0	3,5	5,7	5,5	16,6	20,7	2,2	124,2	115,1	107,9
mar.	64,4	4,6	3,8	5,6	6,5	18,2	23,7	2,0	137,3	128,9	106,5
apr.	60,0	4,3	3,7	5,4	5,7	16,6	22,3	2,0	127,9	121,1	105,6
mag.	57,1	4,0	3,5	5,5	5,6	15,7	20,9	1,8	121,7	116,0	104,9
giu.	61,6	4,2	3,9	4,9	5,9	17,7	22,7	2,3	131,4	127,1	103,4
lug.	59,1	4,3	3,6	4,9	5,9	17,7	20,9	1,9	126,1	123,4	102,2
ago.	50,0	3,7	2,8	4,7	4,7	14,7	17,9	1,5	106,7	105,3	101,3
set.	61,5	4,2	3,3	5,0	5,7	17,7	23,6	1,9	131,1	128,8	101,8
ott.	61,8	4,3	3,3	5,0	5,7	17,1	24,4	2,0	131,8	132,7	99,3
nov.	59,0	4,1	3,1	4,4	5,3	15,9	24,1	2,1	125,7	130,5	96,3
dic.	57,3	.	.	.	.	.	.	.	122,2	.	.
1999 gen.	53,5	.	.	.	.	.	.	.	114,2	.	.

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

1) A causa di differenze nelle definizioni, nella copertura e nei tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio con l'estero (compilati da Eurostat) non sono del tutto confrontabili con la voce beni delle statistiche di bilancia dei pagamenti compilate dalla BCE. (tavola 8.2). Gran parte delle differenze deriva dal trattamento delle assicurazioni e dei costi di spedizione nella rilevazione delle importazioni.

2) Elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

Tavola 9

3. Saldi commerciali ¹⁾

(miliardi di euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); esportazioni (f.o.b.) - importazioni (c.i.f.))

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alim. non energetici	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manufatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
1995	59,7	0,8	-25,3	-51,0	27,4	19,0	93,9	-5,2	
1996	75,8	2,0	-22,7	-60,9	31,3	28,1	102,1	-4,2	
1997	88,4	3,2	-25,0	-66,8	37,0	28,3	114,0	-2,2	
1998	82,7	.	.	.	.	.	.	.
1996	III trim.	21,7	0,7	-5,0	-14,7	9,0	6,6	25,8	-0,8
	IV trim.	24,2	1,2	-5,5	-18,7	8,0	10,6	30,7	-2,1
1997	I trim.	11,6	0,6	-5,8	-17,5	7,9	4,3	22,8	-0,8
	II trim.	23,7	0,7	-6,9	-15,0	9,1	7,4	28,9	-0,4
	III trim.	26,8	0,9	-5,9	-16,6	10,4	6,7	30,9	0,3
	IV trim.	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	9,9	31,3	-1,3
1998	I trim.	13,4	0,5	-6,7	-14,1	9,0	3,1	22,9	-1,2
	II trim.	24,8	1,4	-7,2	-12,6	9,7	6,0	28,7	-1,1
	III trim.	23,8	0,5	-5,8	-11,7	9,5	4,4	27,6	-0,6
	IV trim.	20,6	.	.	.	.	.	.	.
1997	nov.	8,3	0,4	-2,1	-5,6	3,0	3,4	9,6	-0,3
	dic.	8,3	0,1	-2,1	-5,8	3,0	2,8	11,0	-0,7
1998	gen.	0,5	-0,1	-2,3	-5,0	2,8	-0,2	5,7	-0,4
	feb.	5,4	0,4	-2,2	-4,7	3,1	1,4	8,1	-0,6
	mar.	7,5	0,2	-2,3	-4,4	3,1	1,9	9,1	-0,3
	apr.	7,9	0,4	-2,4	-4,3	3,4	2,2	8,7	-0,1
	mag.	8,7	0,5	-2,3	-4,5	3,1	2,3	9,6	-0,2
	giu.	8,3	0,5	-2,6	-3,8	3,2	1,4	10,4	-0,8
	lug.	13,6	0,2	-2,2	-3,8	3,4	3,3	13,1	-0,2
	ago.	6,1	0,3	-1,6	-3,8	3,1	0,7	7,6	-0,1
	set.	4,1	0,0	-2,0	-4,1	3,1	0,5	7,0	-0,3
	ott.	6,5	0,2	-2,0	-4,0	2,9	2,2	7,8	-0,6
	nov.	7,1	0,3	-1,8	-3,5	2,8	1,9	7,8	-0,3
	dic.	7,0	.	.	.	.	.	.	.
1999	gen.	0,6	.	.	.	.	.	.	.

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

1) A causa di differenze nelle definizioni, nella copertura e nei tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio con l'estero (compilati da Eurostat) non sono del tutto confrontabili con la voce beni delle statistiche di bilancia dei pagamenti compilate dalla BCE (tavola 8.1). Gran parte delle differenze deriva dal trattamento delle assicurazioni e dei costi di spedizione nella rilevazione delle importazioni.

10 Tassi di cambio

Tavola 10

Tassi di cambio ¹⁾

(medie del periodo, unità di valuta nazionale per ECU o per euro (bilaterale); indice 1990=100 (effettivo))

	Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro								
	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Sterlina britannica	Corona svedese	Corona danese	Dracma greca	Corona norvegese	Dollaro canadese
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1995	1,308	123,0	1,546	0,829	9,33	7,33	303,0	8,29	1,795
1996	1,270	138,1	1,568	0,814	8,51	7,36	305,5	8,20	1,731
1997	1,134	137,1	1,644	0,692	8,65	7,48	309,3	8,02	1,569
1998	1,121	146,4	1,622	0,676	8,92	7,50	330,7	8,47	1,665
1998 I trim.	1,087	139,2	1,604	0,660	8,71	7,53	319,1	8,20	1,554
1998 II trim.	1,100	149,5	1,643	0,665	8,60	7,52	339,9	8,28	1,592
1998 III trim.	1,118	156,3	1,642	0,676	8,95	7,50	332,7	8,54	1,690
1998 IV trim.	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44	331,5	8,82	1,814
1999 I trim.	1,122	130,7	1,599	0,687	8,97	7,44	322,7	8,60	1,696
1998 apr.	1,091	144,1	1,643	0,653	8,53	7,55	345,0	8,22	1,560
1998 mag.	1,109	149,7	1,639	0,677	8,54	7,50	340,3	8,26	1,603
1998 giu.	1,101	154,4	1,645	0,667	8,71	7,52	334,8	8,34	1,613
1998 lug.	1,098	154,3	1,661	0,668	8,77	7,52	328,7	8,37	1,630
1998 ago.	1,102	159,4	1,646	0,675	8,96	7,50	331,6	8,51	1,688
1998 set.	1,154	155,3	1,617	0,687	9,12	7,48	337,9	8,74	1,756
1998 ott.	1,194	144,2	1,596	0,705	9,37	7,44	336,5	8,88	1,842
1998 nov.	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44	329,1	8,68	1,793
1998 dic.	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45	328,8	8,91	1,807
1999 gen.	1,161	131,3	1,605	0,703	9,08	7,44	323,6	8,65	1,765
1999 feb.	1,121	130,8	1,598	0,689	8,91	7,44	322,0	8,65	1,679
1999 mar.	1,088	130,2	1,595	0,671	8,94	7,43	322,5	8,51	1,651
1999 apr.	1,070	128,2	1,602	0,665	8,91	7,43	325,5	8,32	1,594
var. % sul mese nrec ²⁾	-1.6	-1.6	0.4	-0.9	-0.3	0.0	0.9	-2.2	-3.4

	Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro							Tasso di cambio effettivo dell'area dell'euro ³⁾	
	Dollaro australiano	Dollaro neozelandese	Dollaro di Hong kong	Won coreano	Dollaro di Singapore	Dollaro di Taiwan	Peso messicano	nominale	reale
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1995	1,765	1,993	10,01	999,7	1,833	34,28	8,35	97,8	98,7
1996	1,623	1,847	9,68	1,007,9	1,765	34,39	9,52	98,3	99,1
1997	1,528	1,715	8,75	1,073,2	1,678	32,50	8,95	90,4	90,7
1998	1,787	2,097	8,69	1,568,9	1,876	37,64	10,30	92,3	92,1
1998 I trim.	1,630	1,879	8,42	1,745,8	1,817	36,07	9,17	89,6	89,7
1998 II trim.	1,754	2,063	8,53	1,537,0	1,810	37,09	9,55	91,3	91,1
1998 III trim.	1,867	2,199	8,67	1,486,8	1,935	38,71	10,62	93,5	93,4
1998 IV trim.	1,887	2,236	9,16	1,516,6	1,942	38,64	11,84	94,6	94,1
1999 I trim.	1,770	2,087	8,69	1,342,6	1,911	36,60	11,18	91,0	90,5
1998 apr.	1,673	1,971	8,47	1,520,2	1,749	36,07	9,29	89,6	89,4
1998 mag.	1,762	2,062	8,60	1,552,4	1,817	37,13	9,53	92,2	91,9
1998 giu.	1,824	2,151	8,53	1,539,8	1,866	38,06	9,83	92,2	92,0
1998 lug.	1,776	2,116	8,51	1,423,6	1,878	37,79	9,78	92,0	92,1
1998 ago.	1,868	2,196	8,55	1,450,4	1,939	38,33	10,34	93,3	93,3
1998 set.	1,962	2,289	8,97	1,592,4	1,994	40,10	11,83	95,2	94,9
1998 ott.	1,932	2,284	9,31	1,615,7	1,969	39,81	12,21	95,8	95,3
1998 nov.	1,834	2,180	9,05	1,511,9	1,913	38,08	11,64	94,1	93,6
1998 dic.	1,893	2,241	9,11	1,426,3	1,941	38,02	11,65	94,0	93,5
1999 gen.	1,839	2,159	8,99	1,362,5	1,950	37,43	11,83	92,7	92,1
1999 feb.	1,751	2,062	8,68	1,330,2	1,905	36,41	11,21	90,9	90,5
1999 mar.	1,726	2,045	8,43	1,336,2	1,881	36,04	10,60	89,5	89,1
1999 apr.	1,668	1,972	8,30	1,292,2	1,834	35,22	10,10	88,4	87,7
var. % sul mese nrec ²⁾	-3.3	-3.6	-1.6	-3.3	-2.5	-2.3	-4.7	-1.2	-1.5
var. % sul anno nrec ²⁾								-1.4	-1.9

Fonte: BCE.

1) I tassi di cambio riportati sono quelli dell'ECU fino a dicembre 1998 (fonte BRI), quelli dell'euro da gennaio 1999.

2) Per l'ultimo mese si riporta la variazione percentuale rispetto al mese precedente e, per il solo tasso di cambio effettivo, quella rispetto al corrispondente mese dell'anno precedente. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro.

3) Elaborazioni BRI basate, fino a dicembre 1998, su medie ponderate dei tassi di cambio effettivi dei paesi dell'area dell'euro e, da gennaio 1999, su medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro (gli indici forniti dalla BRI sono stati trasformati in indici in base 1990). I pesi sono basati sul commercio di manufatti nel 1990 con i partner commerciali le cui valute sono riportate nella tavola 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 per gli altri Stati membri della UE

Tavola I I

Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	IAPC	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amm. pubbliche, in percentuale del PIL	Debito lordo delle Amm. pubbliche, in percentuale del PIL	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine ¹⁾ , in percentuale per anno	Tasso di cambio ²⁾ in unità della valuta nazionale per euro/ECU	Saldo della bilancia dei pagamenti ³⁾ in percentuale del PIL	Costo del lavoro per unità di prodotto ⁴⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale ⁵⁾	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ⁶⁾	Tasso di interesse a 3 mesi ¹⁾ , in percentuale, su base annua
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Danimarca												
1995	-	-2,4	72,1	8,27	7,33	.	1,7	3,0	4,4	7,2	-2,0	6,20
1996	2,1	-0,9	67,4	7,19	7,36	.	1,0	3,3	1,4	6,8	7,2	3,98
1997	1,9	0,4	63,6	6,26	7,48	0,6	2,8	3,1	4,6	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	0,8	58,1	4,94	7,50	-1,4	2,8	2,9	1,6	5,1	4,6	4,27
1998 I trim.	1,6	-	-	5,30	7,53	-1,0	2,1	4,2	6,1	5,5	3,0	3,90
1998 II trim.	1,4	-	-	5,12	7,52	-1,8	1,6	1,3	-0,8	5,2	5,1	4,21
1998 III trim.	1,2	-	-	4,82	7,50	1,5	3,1	3,7	2,7	5,1	6,6	4,47
1998 IV trim.	1,1	-	-	4,51	7,44	-4,0	4,4	2,7	-1,3	4,7	3,7	4,51
1999 I trim.	1,4	-	-	4,22	7,44	.	.	.	.	4,8	4,5	3,64
1998 ott.	1,1	-	-	4,67	7,44	.	.	.	1,6	4,8	4,0	4,85
1998 nov.	1,1	-	-	4,59	7,44	.	.	.	0,0	4,7	4,1	4,43
1998 dic.	1,1	-	-	4,27	7,45	.	.	.	-5,5	4,7	2,9	4,23
1999 gen.	1,2	-	-	4,03	7,44	.	.	.	.	4,9	3,7	3,87
1999 feb.	1,3	-	-	4,19	7,44	.	.	.	.	4,8	4,3	3,62
1999 mar.	1,7	-	-	4,43	7,43	.	.	.	.	4,7	5,5	3,46
1999 apr.	.	-	-	.	7,43	.	.	.	.	.	.	3,12
Grecia												
1995	-	-10,3	110,1	-	303,0	-2,8	11,6	2,1	2,1	7,1	6,4	16,09
1996	7,9	-7,5	112,2	-	305,5	-3,7	10,6	2,4	0,6	7,5	9,8	13,54
1997	5,4	-3,9	109,4	9,92	309,3	-4,0	7,1	3,2	1,0	7,9	14,5	12,48
1998	4,5	-2,4	106,5	8,48	330,7	.	.	.	3,4	.	4,0	13,53
1998 I trim.	4,2	-	-	10,45	319,1	.	.	.	3,1	8,1	4,6	16,27
1998 II trim.	5,0	-	-	7,90	339,9	.	.	.	6,1	10,3	3,4	12,77
1998 III trim.	4,8	-	-	7,83	332,7	.	.	.	3,7	11,7	2,3	13,18
1998 IV trim.	4,0	-	-	7,76	331,5	.	.	.	0,8	.	5,6	11,94
1999 I trim.	3,4	-	-	6,08	322,7	.	.	.	.	.	.	10,56
1998 ott.	4,5	-	-	8,45	336,5	.	.	.	0,8	10,4	2,4	12,45
1998 nov.	3,9	-	-	7,65	329,1	.	.	.	2,7	.	5,4	11,75
1998 dic.	3,7	-	-	7,17	328,8	.	.	.	-1,3	.	8,7	11,62
1999 gen.	3,5	-	-	6,32	323,6	.	.	.	-2,857	.	14,6	11,45
1999 feb.	3,5	-	-	5,96	322,0	.	.	.	.	.	.	10,43
1999 mar.	3,2	-	-	5,97	322,5	.	.	.	.	.	.	9,84
1999 apr.	.	-	-	5,85	325,5	.	.	.	.	.	.	9,85
Svezia												
1995	-	-6,9	77,6	10,24	9,33	.	.	3,9	10,6	8,8	-1,3	8,83
1996	0,8	-3,5	76,7	8,02	8,51	.	.	1,3	1,8	9,6	10,0	6,03
1997	1,8	-0,7	76,7	6,62	8,65	.	.	1,8	7,2	9,9	4,2	4,43
1998	1,0	2,0	75,1	4,99	8,92	2,4	.	2,9	4,1	8,3	3,5	4,36
1998 I trim.	1,9	-	-	5,51	8,71	3,0	.	2,7	4,5	8,7	2,0	4,70
1998 II trim.	1,4	-	-	5,13	8,60	1,1	.	1,8	6,2	8,6	2,6	4,53
1998 III trim.	0,6	-	-	4,82	8,95	2,5	.	3,1	4,8	8,1	4,7	4,29
1998 IV trim.	0,1	-	-	4,50	9,38	2,8	.	3,8	1,2	7,6	4,5	3,94
1999 I trim.	0,2	-	-	4,21	8,97	.	.	.	.	7,5	5,4	3,31
1998 ott.	0,1	-	-	4,72	9,37	.	.	.	4,0	7,6	5,9	4,27
1998 nov.	0,1	-	-	4,55	9,31	.	.	.	1,3	7,7	5,6	3,90
1998 dic.	0,0	-	-	4,22	9,45	.	.	.	-1,5	7,5	2,1	3,60
1999 gen.	0,0	-	-	4,02	9,08	.	.	.	-1,1	7,7	4,1	3,42
1999 feb.	0,2	-	-	4,18	8,91	.	.	.	.	7,3	5,8	3,31
1999 mar.	0,5	-	-	4,44	8,94	.	.	.	.	7,5	6,3	3,23
1999 apr.	.	-	-	4,24	8,91	.	.	.	.	.	.	2,99
Regno Unito												
1995	-	-5,7	53,0	8,32	0,829	.	1,7	2,8	1,5	8,7	7,2	6,75
1996	2,5	-4,4	53,6	7,94	0,814	0,0	2,0	2,6	0,4	8,2	9,9	6,11
1997	1,8	-1,9	52,1	7,13	0,692	0,9	3,3	3,5	1,0	7,0	11,2	6,92
1998	1,5	0,6	49,4	5,60	0,676	0,2	.	2,1	0,3	6,3	9,6	7,43
1998 I trim.	1,5	-	-	6,10	0,660	-0,1	3,1	3,1	0,2	6,4	10,5	7,56
1998 II trim.	1,8	-	-	5,89	0,665	-0,8	.	2,3	1,0	6,3	9,9	7,58
1998 III trim.	1,4	-	-	5,57	0,676	0,8	.	1,8	0,5	6,3	9,5	7,67
1998 IV trim.	1,4	-	-	4,82	0,702	1,0	.	1,1	-0,5	6,3	8,6	6,89
1999 I trim.	1,6	-	-	4,39	0,687	.	.	.	.	6,3	.	5,60
1998 ott.	1,3	-	-	4,99	0,705	.	.	.	-0,5	6,2	9,3	7,22
1998 nov.	1,4	-	-	4,93	0,701	.	.	.	-0,1	6,2	8,4	6,97
1998 dic.	1,5	-	-	4,54	0,702	.	.	.	-1,0	6,4	8,2	6,47
1999 gen.	1,6	-	-	4,20	0,703	.	.	.	-0,888	6,3	7,6	5,90
1999 feb.	1,5	-	-	4,37	0,689	.	.	.	-1,375	.	7,4	5,53
1999 mar.	1,7	-	-	4,60	0,671	.	.	.	.	.	.	5,40
1999 apr.	.	-	-	4,54	0,665	.	.	.	.	.	.	5,32

Fonti: 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 nel periodo indicato. 2) Per ulteriori informazioni vedi tavola 10. 3) BPM4; BPMS 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) Media dei valori di fine mese; M3 (M4 per il Regno Unito).

12 Indicatori economici e finanziari per i principali paesi non-UE

Tavola 12.1

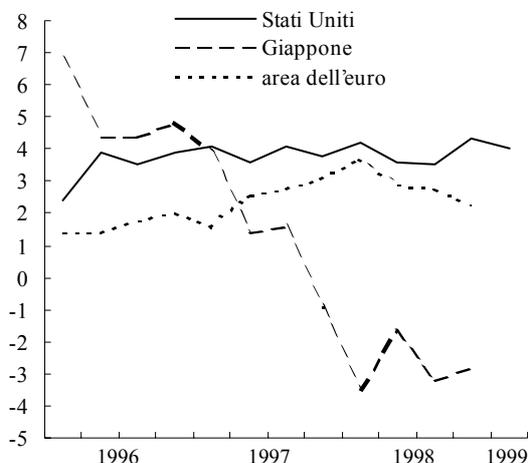
Indicatori economici e finanziari

(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 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 nazionale 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	6,69	1,308	-2,2	60,8
1996	2,9	-2,3	3,4	4,8	5,4	4,8	5,43	6,54	1,270	-1,2	59,9
1997	2,3	0,0	3,9	6,7	4,9	5,0	5,62	6,45	1,134	0,1	57,8
1998	1,6	0,7	3,9	4,2	4,5	7,4	5,00	5,33	1,121	1,4	55,4
1998 I trim.	1,5	1,1	4,2	6,0	4,6	6,6	5,59	5,67	1,087	-	57,7
1998 II trim.	1,6	1,0	3,6	5,0	4,4	7,2	5,59	5,67	1,100	-	56,2
1998 III trim.	1,6	1,4	3,5	3,2	4,5	7,3	5,20	5,27	1,118	-	55,4
1998 IV trim.	1,5	-0,8	4,3	2,5	4,4	8,4	5,00	4,72	1,177	-	55,4
1999 I trim.	1,7	.	4,0	2,2	4,3	8,5	4,99	5,00	1,122	-	.
1998 ott.	1,5	-	-	3,0	4,5	8,2	5,12	4,58	1,194	-	-
1998 nov.	1,5	-	-	2,3	4,4	8,4	5,12	4,89	1,164	-	-
1998 dic.	1,6	-	-	2,2	4,3	8,7	5,00	4,69	1,172	-	-
1999 gen.	1,7	-	-	2,0	4,3	8,7	4,99	4,78	1,161	-	-
1999 feb.	1,6	-	-	2,5	4,4	8,5	5,00	4,99	1,121	-	-
1999 mar.	1,7	-	-	2,2	4,2	8,1	4,99	5,23	1,088	-	-
1999 apr.	.	-	-	.	.	.	4,97	5,18	1,070	-	-
Giappone											
1995	-0,1	-2,5	1,5	3,4	3,2	3,0	0,50	3,32	123,0	-3,6	.
1996	0,1	-1,7	5,1	2,3	3,4	3,3	0,31	3,03	138,1	-4,3	.
1997	1,7	-1,8	1,4	3,6	3,4	3,1	0,36	2,15	137,1	-3,3	.
1998	0,6	.	-2,8	-7,1	4,1	4,0	0,18	1,30	146,4	-5,9	.
1998 I trim.	2,0	3,7	-3,5	-4,2	3,7	4,7	0,50	1,65	139,2	-	-
1998 II trim.	0,3	7,1	-1,7	-8,8	4,1	3,7	0,43	1,36	149,5	-	-
1998 III trim.	-0,2	.	-3,2	-8,5	4,3	3,7	0,12	1,14	156,3	-	-
1998 IV trim.	0,5	.	-2,8	-6,8	4,4	4,0	0,18	1,04	140,6	-	-
1999 I trim.	-0,1	.	.	-4,4	.	3,6	0,31	1,96	130,7	-	-
1998 ott.	0,2	.	-	-7,8	4,3	3,9	0,68	0,82	144,2	-	-
1998 nov.	0,8	.	-	-5,9	4,4	4,3	0,68	0,89	140,1	-	-
1998 dic.	0,6	.	-	-6,7	4,4	3,9	0,18	1,39	137,4	-	-
1999 gen.	0,2	.	-	-8,3	4,4	3,6	0,35	2,07	131,3	-	-
1999 feb.	-0,1	.	-	-4,1	4,6	3,4	0,38	2,09	130,8	-	-
1999 mar.	-0,4	.	-	-1,2	.	3,7	0,20	1,72	130,2	-	-
1999 apr.	.	.	-	.	.	.	0,18	1,55	128,2	-	-

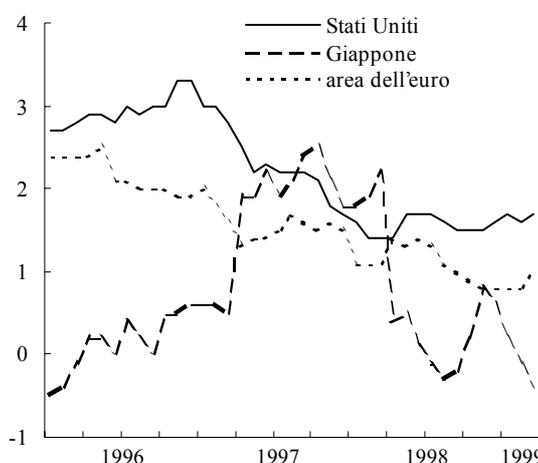
PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 6, 8 (fino a dicembre 1998), 9 e 11); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 e grafico (area dell'euro)), Reuters (colonne 7 e 8 (da gennaio 1999)); Commissione europea DGII (colonna 10).

1) Industria manifatturiera.

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

3) Per ulteriori informazioni, cfr. tavole 2.6 e 2.7.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. tavola 10.

5) Debito lordo consolidato per le Amministrazioni pubbliche (consistenze di fine periodo).

Tavola 12.2

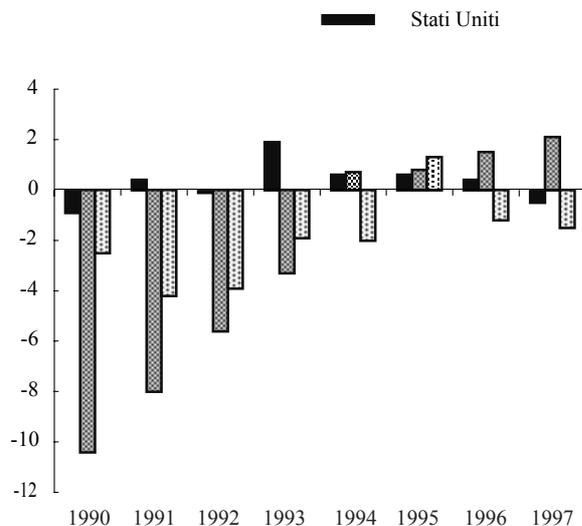
Risparmio, investimenti e saldi finanziari

(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													
1995	16,3	17,4	-1,4	7,8	7,2	6,0	8,3	5,4	2,4	12,2	6,7	13,5	4,9
1996	16,6	17,8	-1,6	7,9	7,5	5,2	8,2	4,8	1,4	12,4	5,4	13,5	5,0
1997	17,3	18,4	-1,7	8,3	7,4	3,7	8,2	4,2	1,8	12,3	4,8	12,8	4,7
1998	17,4	18,9	-2,5	8,3	7,7	4,0	8,2	4,3	0,9	12,7	5,3	11,5	6,0
1997 I trim.	17,0	18,1	-1,6	8,1	7,3	6,1	8,1	5,9	1,3	12,4	2,9	12,9	4,5
II trim.	17,6	18,5	-1,5	8,7	7,5	2,4	8,3	2,9	1,4	12,2	5,8	13,3	4,6
III trim.	17,5	18,4	-1,7	8,2	7,7	3,2	8,4	4,3	2,0	12,3	5,4	12,9	5,5
IV trim.	17,3	18,5	-2,0	8,1	7,3	3,0	8,1	3,9	2,4	12,2	5,2	12,3	4,1
1998 I trim.	17,7	19,1	-2,1	8,7	7,7	5,9	8,2	7,2	2,2	12,5	4,0	11,6	5,6
II trim.	17,2	18,7	-2,5	8,1	7,8	1,8	8,1	2,6	2,7	12,7	7,8	11,5	6,1
III trim.	17,3	18,8	-2,7	8,2	7,6	3,8	8,1	3,7	0,8	12,7	3,9	11,2	5,3
IV trim.	17,3	18,9	-2,7	8,3	7,8	4,4	8,2	3,9	-1,8	13,1	5,7	11,5	7,0
Giappone													
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
1998	.	.	.	.	.	4,4	.	-5,7	-1,3	.	5,3	.	-0,3
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	.	.	.	4,1	.	-1,9	0,5	.	-2,2	.	0,5
IV trim.	.	.	.	.	.	12,7	.	-6,7	-4,8	.	15,4	.	0,6

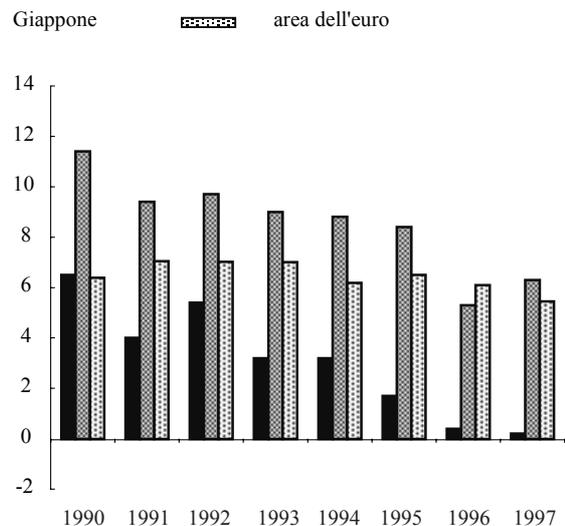
Saldo finanziario delle società non finanziarie

(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, sono disponibili 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.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle tavole dalla 2.1 alla 2.2 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio irrevocabilmente fissi annunciati il 31 dicembre 1998. 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).

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).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate alla data della prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 6 maggio 1999.

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro.

Statistiche di politica monetaria

Le tavole dalla 1.1 alla 1.5 illustrano la situazione finanziaria consolidata dell'Eurosistema, i dati sulle operazioni dell'Eurosistema, le statistiche relative alla riserva obbligatoria e la posizione di liquidità del sistema bancario. Le statistiche monetarie riferite alle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), compreso l'Eurosistema, sono mostrate nelle tavole da 2.1 a 2.3. La tavola 2.3 riporta dati consolidati; le posizioni interbancarie entro l'area dell'euro non sono riportate, ma eventuali discrepanze tra il totale delle attività e passività di questo tipo segnalate dalle banche sono riportate nella colonna 13. La tavola 2.4 riporta gli aggregati monetari derivanti dal bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); questi ultimi includono anche alcune passività (monetarie) dell'Amministrazione centrale. Dati trimestrali più completi relativi al bilancio e alle statistiche monetarie delle IFM dovrebbero essere pubblicati nei prossimi mesi. 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). Nel documento *Money and Banking Statistics Compilation Guide* (IME, aprile 1998) sono illustrate alcune procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. 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 2.9), cfr. la nota a piè della relativa pagina.

Statistiche relative alle emissioni e rimborsi sui mercati obbligazionari (cfr. tavola 3) saranno disponibili nel corso del 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. 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 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. È basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. L'attuazione del Regolamento del Consiglio n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le 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 (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 nell'intera economia derivano da fonti nazionali che utilizzano definizioni si-

mili. I dati sull'occupazione nel settore manifatturiero sono armonizzati e vengono riportati in base al Regolamento a breve termine (cfr. tavola 5.2).

I dati relativi alle inchieste congiunturali (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, al mercato dei capitali, alle imprese finanziarie diverse dalle IFM e alla finanza pubblica, nonché dei dati di contabilità nazionale 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 posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche per l'area dell'euro viene presentata nella tavola 7 con riferimento alle entrate, spese, risparmio, disavanzo e debito delle Amministrazioni pubbliche, espressi in percentuale del PIL. Queste statistiche sono ottenute mediante l'aggregazione, effettuata a cura della BCE, di dati nazionali armonizzati forniti dalle BCN.

In aggiunta, in considerazione della loro rilevanza nell'ambito del Patto di Stabilità e crescita, vengono riportati i dati sul disavanzo e il debito delle Amministrazioni pubbliche per i singoli paesi dell'area dell'euro. Questi dati sono forniti dalla Commissione europea.

La bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, la posizione di riserva dell'Eurosistema, il commercio con l'estero e i tassi di cambio

Statistiche sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro sono state pubblicate dalla BCE il 30 aprile 1999 e vengono riprodotte in questo numero del Bollettino mensile della BCE (cfr. tavole da 8.1 a 8.5). Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione netta sull'estero (per quanto riguarda queste ultime, la pubblicazione di dati sulle consistenze di fine 1998 è prevista per l'autunno) vengono utilizzati concetti e definizioni conformi con la 5ª edizione del Manuale dell'FMI sulla Bilancia dei pagamenti (ottobre 1993) e con l'Indirizzo della BCE del 1° dicembre 1998 sugli obblighi di informazione statistica della Banca centrale europea (BCE/1998/17). La metodologia comune concordata tra la BCE e la Commissione europea (Eurostat) e il metodo di aggregazione utilizzato sono illustrati nel riquadro 2 alla pagina 26 di questo Bollettino e sul sito web della BCE. La tavola 8.3 sui redditi non viene inclusa in questo numero; sarà pubblicata nel numero di agosto, quando saranno disponibili dati trimestrali dettagliati.

Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati fino al dicembre 1998 sono espressi in ECU.

Le consistenze delle riserve ufficiali dell'Eurosistema e di altre attività connesse, dal 1999, sono riportate nella tavola 8.6. Flussi netti

coerenti con tali statistiche sono riportati nella tavola 8.1. Tali dati non sono confrontabili con i flussi netti fino al dicembre 1998 riportati nella tavola stessa, in quanto questi sono costruiti aggregando dati basati su metodologie nazionali e includono anche strumenti emessi da altri residenti dell'area dell'euro.

La tavola 9 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro e numeri indici – di valore, volume e valore unitario – relativi alle esportazioni e alle importazioni totali. Gli indici di valore e di volume sono calcolati dalla BCE sulla base degli indici di valore unitario forniti da Eurostat. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione i dati relativi al commercio con l'estero non sono del tutto confrontabili con la voce “beni” delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. tavole 8.1 e 8.2).

Dal gennaio 1999, le statistiche sui tassi di cambio (cfr. tavola 10) si riferiscono ai 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. I dati sul risparmio, gli investimenti e i saldi finanziari per gli Stati Uniti e il Giappone (cfr. tavola/figura 12.2) sono presentati con una struttura analoga a quella utilizzata per l'area dell'euro nella tavola/figura 6.

Segni convenzionali nelle tavole

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

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema

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 a 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.

12 gennaio 1999

Facendo seguito alla decisione del Consiglio direttivo della BCE del 22 dicembre 1998, la BCE annuncia che la prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema sarà effettuata mediante asta a tasso variabile, utilizzando il metodo di aggiudicazione a tasso unico. Al fine di introdurre gradualmente le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, la prima di tali operazioni viene effettuata mediante tre aste parallele con scadenze differenziate (rispettivamente il 25 febbraio, il 25 marzo e il 29 aprile). La BCE annuncia l'intenzione di aggiudicare in ciascuna delle tre aste un ammontare pari a 15 miliardi di euro. Per le successive operazioni di rifinanziamento a più lungo termine nei primi tre mesi del 1999, vi è l'intenzione di aggiudicare un ammontare invariato di 15 miliardi di euro per operazione.

21 gennaio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide di riportare i tassi di interesse praticati per i due tipi di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti ai livelli che aveva fissato per l'inizio della Terza fase, cioè di fissare il tasso di interesse per le operazioni di rifinanziamento marginale al livello del 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali al livello del 2 per cento con effetto dal 22 gennaio 1999. Decide inoltre che per le due operazioni di rifinanziamento principali con regolamento, rispettivamente, il 27 gennaio e il 3 feb-

braio saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle prime tre operazioni di questo tipo; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3 per cento.

4 febbraio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le operazioni di rifinanziamento principali con regolamento il 10 e il 17 febbraio saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle precedenti operazioni di questo tipo regolate in precedenza nell'anno in corso; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3 per cento. In aggiunta, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale viene mantenuto al 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2 per cento.

18 febbraio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le operazioni di rifinanziamento principali con regolamento il 24 febbraio e il 3 marzo 1999 saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle precedenti operazioni di questo tipo regolate in precedenza nell'anno in corso; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso ad un tasso di interesse del 3 per cento. In aggiunta, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale viene mantenuto al 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2 per cento.

4 marzo 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le operazioni di rifinanziamento principali con regolamento il 10 e il 17 marzo 1999 saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle precedenti operazioni di questo tipo regolate in precedenza nell'anno in corso; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3 per cento. In aggiunta, il tasso di interesse sulle operazioni di

rifinanziamento marginale viene mantenuto al 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2 per cento. Il Consiglio direttivo decide inoltre che per le prossime operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema (a partire dall'operazione con regolamento il 25 marzo 1999) verrà applicato il metodo di aggiudicazione a tasso multiplo, salvo diversa indicazione.

18 marzo 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le operazioni di rifinanziamento principali con regolamento il 24 e 31 marzo e il 7 aprile saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle precedenti operazioni di questo tipo regolate in precedenza nell'anno in corso; le operazioni saranno cioè effettuate mediante un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3 per cento. In aggiunta, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale viene mantenuto al 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2 per cento.

8 aprile 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,5 punti percentuali, al

2,5 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 14 aprile. In aggiunta, decide di ridurre il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di un punto percentuale, al 3,5 per cento, e il tasso di interesse sui depositi presso le banche centrali di 0,5 punti percentuali, all'1,5 per cento.

22 aprile 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 2,5, 3,5 e 1,5 per cento, rispettivamente. In aggiunta, il Consiglio direttivo annuncia che nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con regolamento nei prossimi sei mesi intende continuare ad aggiudicare un ammontare di 15 miliardi di euro per operazione.

6 maggio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 2,5, 3,5 e 1,5 per cento, rispettivamente.

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)

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

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

Rapporto annuale

Rapporto annuale 1998, aprile 1999.

Bollettino mensile

Articoli pubblicati a partire da gennaio 1999:

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

La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, gennaio 1999.

Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, febbraio 1999.

Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro, aprile 1999.

Il settore bancario dell'area dell'euro: caratteristiche strutturali e tendenze, aprile 1999.

L'assetto operativo dell'Eurosistema: descrizione e prime valutazioni, maggio 1999.

L'attuazione del Patto di stabilità e crescita, maggio 1999.

Altre pubblicazioni

TARGET brochure, luglio 1998.

The Target service level, luglio 1998.

Report on electronic money, agosto 1998.

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

Money and banking statistics compilation guide, settembre 1998.

La politica monetaria unica nella terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC, settembre 1998.

Third progress report on the TARGET project, novembre 1998.

Correspondent central banking model (CCBM), dicembre 1998.

Payment systems in the European Union - Addendum incorporating 1997 figures, gennaio 1998.

Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, febbraio 1998.