



BANCA CENTRALE EUROPEA

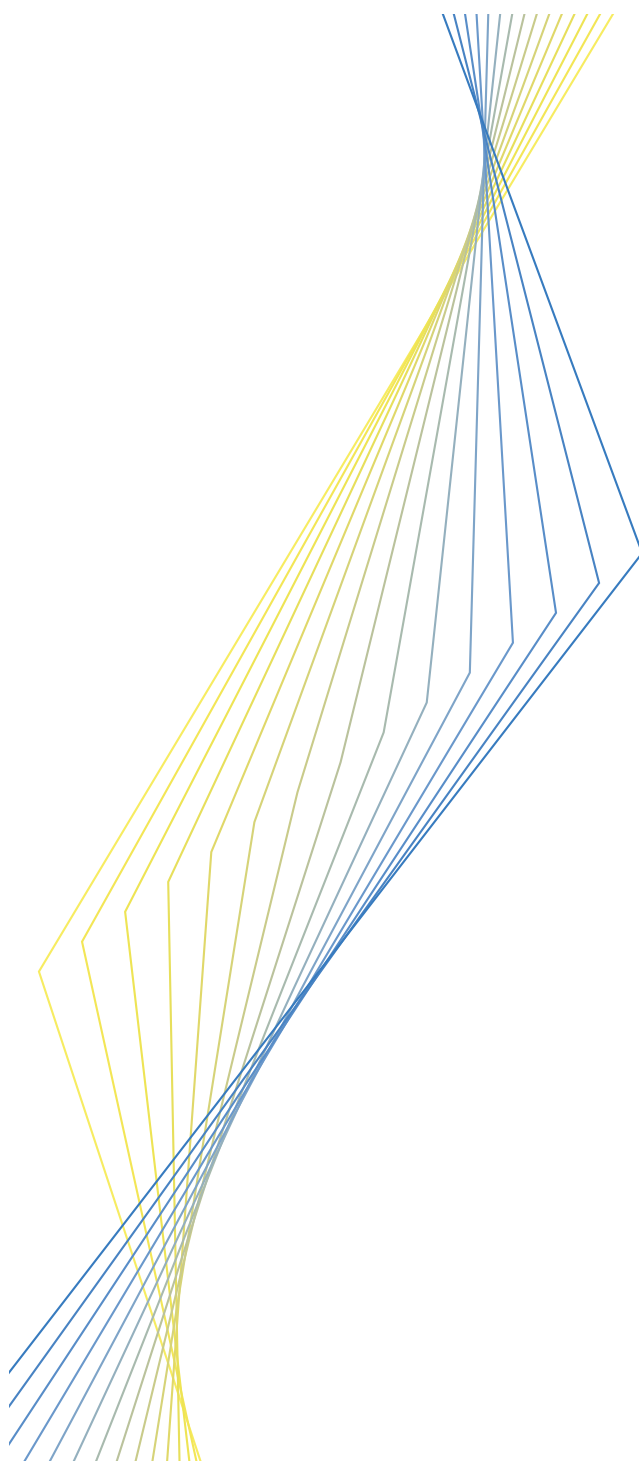
ECB EZB EKT BCE EKP

**BOLLETTINO
MENSILE**

Luglio 2000



BANCA CENTRALE EUROPEA



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

Luglio 2000

©	Banca Centrale Europea, 2000	
	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 5 luglio 2000.

ISSN 1561-0276

Stampato nel mese di luglio 2000 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma.

Indice

Editoriale	5
Evoluzione economica nell'area dell'euro	7
Gli andamenti monetari e finanziari	7
I prezzi	18
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	21
Il tasso di cambio e la bilancia dei pagamenti	30
Riquadri:	
1 Operazioni di politica monetaria e condizioni di liquidità nel periodo di mantenimento delle riserve terminato il 23 giugno 2000	12
2 Il settore delle costruzioni nell'area dell'euro	23
3 Gli indirizzi di massima per le politiche economiche dell'anno 2000	28
Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali	35
La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro	41
Invecchiamento della popolazione e politica di bilancio nell'area dell'euro	57
Statistiche dell'area dell'euro	1*
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	65*
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)	69*

Siglarario

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 21 giugno e il 6 luglio 2000 il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i principali tassi d'interesse della BCE. Pertanto, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali è stato lasciato al 4,25 per cento, mentre i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi overnight presso la banca centrale sono stati mantenuti al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

Le nuove informazioni rese disponibili dopo l'aumento dei tassi d'interesse della BCE deciso lo scorso 8 giugno non hanno, in linea di principio, mutato le prospettive per il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine. Per quanto riguarda il primo pilastro della strategia, la media a tre mesi dei tassi di crescita sui dodici mesi di M3, relativa al periodo marzo-maggio 2000, si è collocata al 6,3 per cento, un livello identico a quello registrato da febbraio ad aprile di quest'anno. La continua e ampia deviazione della crescita di M3 dal valore di riferimento del 4½ per cento, congiunta alla forte espansione sia di M1 sia del credito al settore privato, indica che la liquidità nell'area dell'euro è rimasta abbondante fino alla fine di maggio.

Passando all'analisi delle informazioni fornite dal secondo pilastro, i dati recenti sugli andamenti economici indicano che l'economia dell'area dell'euro ha continuato a crescere a ritmo sostenuto agli inizi del 2000. La prima stima pubblicata da Eurostat sulla crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre di quest'anno è pari allo 0,7 per cento. Sebbene tale stima preliminare del tasso di crescita trimestrale sia leggermente inferiore alla media osservata nella seconda metà del 1999, altri indicatori segnalano, in maniera univoca, il perdurare di una robusta espansione economica all'interno dell'area. Il tasso di crescita della produzione industriale non solo è aumentato in aprile, ma è stato anche rivisto al rialzo per il primo trimestre. Il clima di fiducia nel settore industriale ha raggiunto in giugno il livello massimo dall'avvio della serie, nel 1985, mentre la fiducia dei consumatori è rimasta prossima a valori record. I dati a livello nazionale evidenziano un forte incremento dell'occupazione nel

primo trimestre del 2000; nel contempo, l'evoluzione del contesto esterno continua a sostenere la crescita economica nell'area dell'euro. Di riflesso a tali favorevoli condizioni sia interne che esterne, le prospettive per l'area dell'euro rimangono positive.

Non vi è stata alcuna variazione di rilievo dei rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro e del tasso di cambio della valuta europea in giugno e agli inizi di luglio. In tale periodo il differenziale fra i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro e quelli statunitensi si è notevolmente assottigliato. I mercati obbligazionari rispecchiano attualmente aspettative di una crescita economica sostenuta e di un rafforzamento delle prospettive di espansione dell'area dell'euro relativamente agli Stati Uniti. Al tempo stesso, il deprezzamento complessivo subito dal tasso di cambio dell'euro in termini effettivi dagli inizi del 1999 rimane motivo di preoccupazione e deve essere tenuto in considerazione nel valutare i rischi per la stabilità dei prezzi, poiché potrebbe provocare ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi al consumo nel prossimo futuro.

Negli ultimi mesi l'andamento dei prezzi nell'area dell'euro è stato influenzato in maniera determinante dai movimenti dei corsi petroliferi. L'inflazione misurata dall'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rimasta all'1,9 per cento nel maggio 2000; la stabilità dell'incremento dell'indice è riconducibile a un più basso tasso di variazione di una componente particolarmente volatile dei prezzi dei servizi, che ha controbilanciato l'accelerazione dei prezzi dell'energia. L'evoluzione dei prezzi dei beni energetici importati ha rappresentato inoltre il principale fattore all'origine dei recenti incrementi dell'Indice dei prezzi alla produzione (IPP). Anche il tasso di variazione annuo della componente dello IPP relativa ai beni di consumo è cresciuto recentemente, indicando che l'effetto dei passati aumenti dei prezzi all'importazione si sta gradualmente trasmettendo ai beni di consumo. Per quanto concerne il costo del lavoro, i dati Eurostat per l'insieme dell'area dell'euro evidenziano una notevole accelerazione nel primo trimestre dell'anno in corso rispetto al

1999. Tuttavia, ciò può essere in parte collegato a fattori contingenti.

È probabile che durante i mesi estivi il tasso di incremento dei prezzi al consumo nell'area dell'euro continui a risentire della graduale trasmissione degli aumenti dei prezzi all'importazione, originati in gran parte dalla crescita del costo dell'energia e dal precedente deprezzamento del tasso di cambio dell'euro.

Dato il ritardo con cui la politica monetaria esplica i propri effetti, la sua capacità di influire sugli andamenti dei prezzi in un orizzonte di breve periodo è molto limitata. Pertanto, la politica monetaria deve essere orientata al futuro e concentrare la propria attenzione sui rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine. In tale prospettiva, nell'attuale congiuntura sarà necessario tenere sotto attenta osservazione numerosi fattori. In primo luogo, la forte crescita degli aggregati monetari e la presenza di abbondante liquidità devono essere vagliate costantemente. Inoltre, gli attuali andamenti dei prezzi all'importazione, sui quali incidono sia l'evoluzione del tasso di cambio dell'euro che i prezzi delle materie prime, avranno ripercussioni sulle prospettive future per i prezzi nell'area dell'euro. Nell'attuale fase di rafforzamento dell'espansione economica e di pressioni al rialzo generate dai prezzi all'importazione, è importante che i salari continuino a crescere, in media, a tassi compatibili con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. La moderazione salariale, unitamente alle riforme strutturali sia dei mercati del lavoro sia dei mercati dei

beni e dei servizi, sarà essenziale per sostenere il processo di crescita non inflazionistica e ridurre la disoccupazione nell'area dell'euro. Le riforme proposte negli Indirizzi di massima per le politiche economiche dell'anno 2000, adottati dal Consiglio Ecofin nello scorso mese di giugno, devono quindi essere attuate con urgenza. Infine, considerando l'area dell'euro nel suo insieme, un allentamento prociclico dell'orientamento delle politiche fiscali accentua i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. A tale riguardo, i programmi di bilancio pubblicati nella maggior parte dei paesi dell'area non sono sufficientemente ambiziosi alla luce delle favorevoli prospettive economiche.

La presente edizione del Bollettino mensile contiene tre articoli. Il primo, *Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali*, fornisce informazioni di riferimento riguardanti l'introduzione di tale procedura d'asta a decorrere dal periodo di mantenimento delle riserve che ha avuto inizio il 24 giugno 2000. L'articolo mostra che la transizione è stata gestita con successo. Il secondo articolo analizza le caratteristiche del processo di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro. La conoscenza di tale processo è di importanza cruciale per una banca centrale al fine di valutare gli effetti delle misure da essa adottate sul mantenimento della stabilità dei prezzi. Il terzo articolo, *Invecchiamento della popolazione e politica di bilancio nell'area dell'euro*, esamina infine le potenziali implicazioni per la politica fiscale dell'evoluzione demografica nell'area dell'euro.

Evoluzione economica nell'area dell'euro

I Gli andamenti monetari e finanziari

Le decisioni di politica monetaria adottate dal Consiglio direttivo della BCE

Nelle riunioni del 21 giugno e del 6 luglio scorsi il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di mantenere al 4,25 per cento il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (condotte mediante asta a tasso variabile, applicando la procedura d'asta a tasso multiplo). Anche i tassi sulle operazioni di deposito e di rifinanziamento marginale sono rimasti invariati, rispettivamente al 3,25 e al 5,25 per cento (cfr. figura 1).

Si è mantenuta elevata, in maggio, la crescita di M3

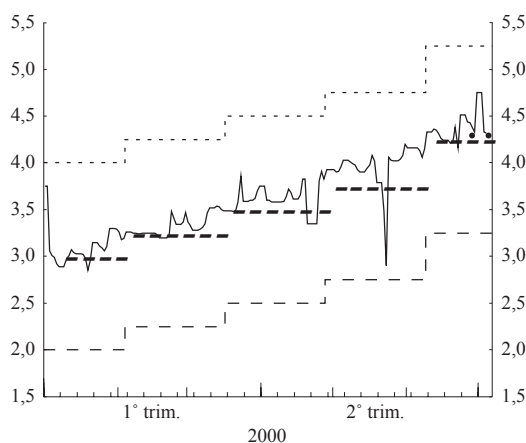
In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è sceso al 5,9 per cento dal 6,5 di aprile. La media su tre mesi di tale tasso di crescita, relativa al periodo marzo-maggio 2000, è rimasta invariata al 6,3 per cento. Di conseguenza, la crescita di M3 continua a mantenersi quasi 2 punti percentuali al di sopra del valore di riferimento del 4½ per cento (cfr. figura 2).

Figura 1

Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario

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

- rifinanziamento marginale
- - - depositi overnight presso la banca centrale
- - - operazioni di rifinanziamento principali, tasso fisso/tasso minimo
- overnight (EONIA)
- • operazioni di rifinanziamento principali, tasso marginale

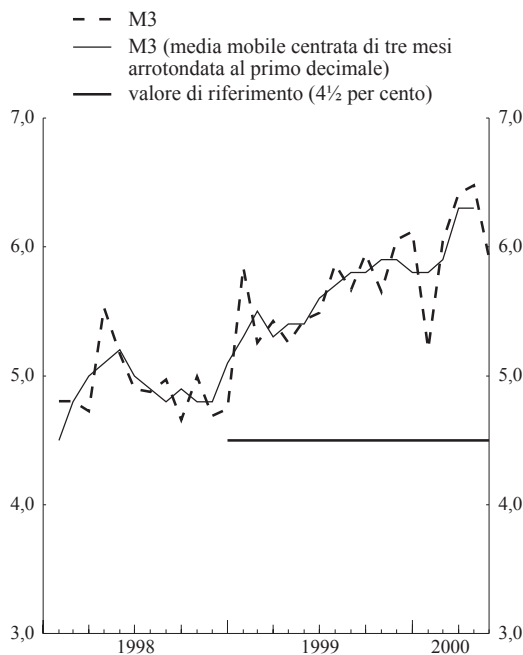


Fonti: BCE e Reuters.

Figura 2

Crescita di M3 e valore di riferimento

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Il tasso di crescita mensile destagionalizzato di M3 è stato pari allo 0,5 per cento in media nel periodo marzo-maggio 2000 (cfr. tavola 1). Ciò conferma che l'andamento di breve termine della crescita di M3 si è mantenuto, fino a maggio, piuttosto sostenuto. In questo mese il tasso di crescita sui sei mesi, annualizzato e destagionalizzato, è stato pari al 6,5 per cento, contro il 6,6 di aprile. Il persistente vigore della crescita di M3 nei primi mesi del 2000 sembra essere principalmente collegato alla maggiore crescita del PIL, in termini sia reali sia nominali, e all'appiattimento della curva dei rendimenti da gennaio.

Per quanto riguarda le componenti di M3, in maggio il tasso di crescita sui dodici mesi del circolante è sceso al 4,9 per cento dal 5,5 del mese precedente (cfr. figura 3), mentre quello dei depositi in conto corrente si è ridotto dal 12,6 al 9,4 per cento. Per quanto concerne questi ultimi, il progressivo aumento dei tassi di interesse a breve termine iniziato nell'autunno dello scorso anno può aver indotto uno spostamento verso gli altri depositi a breve termine e gli strumenti

Tavola I

M3 e principali componenti

(consistenze di fine mese e variazioni sul mese precedente; dati destagionalizzati)

	maggio 2000 livelli	marzo 2000 variazioni		aprile 2000 variazioni		maggio 2000 variazioni		variazione media mar. 2000-mag. 2000	
	miliardi di euro	miliardi di euro	variaz. perc.	miliardi di euro	variaz. perc.	miliardi di euro	variaz. perc.	miliardi di euro	variaz. perc.
M3	4.931,4	36,8	0,8	14,6	0,3	23,0	0,5	24,8	0,5
Circolante + depositi in conto corrente (= M1)	1.994,0	16,7	0,8	13,5	0,7	0,1	0,0	10,1	0,5
Altri depositi a breve termine (= M2 - M1)	2.156,3	3,9	0,2	1,6	0,1	13,1	0,6	6,2	0,3
Strumenti negoziabili (= M3 - M2)	781,0	16,2	2,3	-0,5	-0,1	9,8	1,3	8,5	1,2

Fonte: BCE.

Nota: il totale di M3 (in miliardi di euro) potrebbe non coincidere con la somma delle sue componenti, per effetto di arrotondamenti.

negoziabili compresi in M3. Ciò nonostante, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi in conto corrente è rimasto sostenuto, riflettendo l'andamento vigoroso dell'attività economica. Inoltre, il grado relativamente elevato di incertezza nei mercati azionari dell'area nei primi cinque mesi dell'anno può aver stimolato la domanda di depositi in conto corrente per motivi precauzionali. In seguito ai citati andamenti del

circolante e dei depositi in conto corrente, in maggio il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è sceso all'8,6 per cento, dall'11,3 per cento del mese precedente.

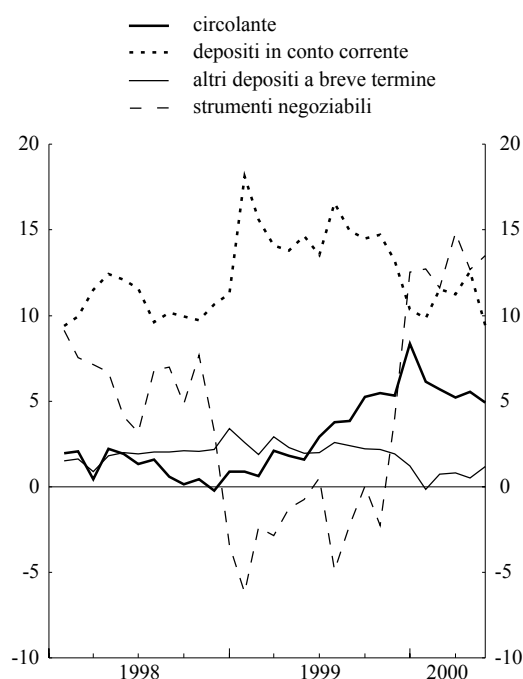
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli in conto corrente si è portato all'1,2 per cento dallo 0,5 di aprile. Ciò ha riflesso andamenti divergenti delle componenti di questa voce. Il tasso di crescita dei depositi con durata prestabilita fino a due anni è aumentato in maniera significativa in maggio, portandosi al 4,7 per cento dall'1,3 del mese precedente, riflettendo presumibilmente il graduale incremento dei tassi di interesse al dettaglio a breve termine e l'appiattimento della curva dei rendimenti registrato negli ultimi mesi. Allo stesso tempo, il tasso di decremento dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi è stato pari all'1,2 per cento contro lo 0,1 di aprile. È pertanto proseguita la tendenza decrescente della domanda di questi strumenti, iniziata nell'estate del 1999 e probabilmente dovuta all'incremento dei tassi d'interesse a breve termine rispetto a quelli al dettaglio offerti su tali depositi, circostanza che ha reso questi ultimi meno appetibili in termini di rendimento.

Per effetto della significativa flessione del tasso di crescita sui dodici mesi di M1, che ha più che controbilanciato l'incremento di quello dei depositi a breve termine diversi dai depositi in conto corrente, la crescita sui dodici mesi dell'aggregato

Figura 3

Componenti di M3

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

monetario intermedio M2 si è ridotta in maggio, portandosi al 4,6 per cento rispetto al 5,5 di aprile.

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili compresi in M3 si è portato, in maggio, al 13,5 per cento dal 12,7 del mese precedente. Ciò ha riflesso andamenti divergenti delle singole categorie di strumenti comprese in questa voce. Da un lato il tasso di crescita sui dodici mesi delle obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni (che rappresentano meno del 2 per cento di M3) è sceso, in maggio, al 25,5 per cento dal 37,3 del mese precedente. Dall'altro, il tasso di crescita dei pronti contro termine è salito al 4,7 per cento in maggio, dal 2,8 di aprile, e quello dei fondi comuni monetari e dei titoli del mercato monetario è salito al 15,6 per cento dal 13,6 di aprile. Nel complesso, è probabile che il rapido ritmo di incremento degli strumenti negoziabili abbia continuato a riflettere l'appiattimento della curva dei rendimenti per effetto dell'aumento dei tassi d'interesse a breve termine nei mesi recenti. Va tuttavia ricordato che l'attuale assetto statistico dell'Eurosistema non consente di misurare l'ammontare degli strumenti negoziabili emessi dalle IFM e detenuti da non residenti che, in linea di principio, dovrebbe essere escluso da M3.

Ancora sostenuta la crescita del credito al settore privato

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito totale ai residenti nell'area dell'euro è sceso al 7,6 per cento in maggio, dall'8,1 di aprile. Tale rallentamento riflette l'ulteriore flessione del tasso di variazione del credito a favore delle Amministrazioni pubbliche, che si è portato a -2,6 per cento da -1,2 del mese precedente. Per contro, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito al settore privato è rimasto praticamente invariato, all'11,3 per cento, mantenendosi pertanto a un livello elevato.

Per quanto riguarda il credito al settore privato, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti a favore di tale settore è rimasto al 10,1 per cento in maggio. Anche il loro tasso di variazione su sei mesi, destagionalizzato e annualizzato, è stato pari al 10,1 per cento in maggio, rispetto al 10,8 di

aprile. Il persistente vigore della crescita dei prestiti al settore privato riflette il dinamismo dell'attività economica corrente e le prospettive favorevoli di crescita nell'area dell'euro. Tale evoluzione è stata sostenuta anche da altri fattori, quali l'intensa attività di fusioni e acquisizioni nell'area dell'euro e, in alcuni paesi dell'area, l'interazione tra i mutui ipotecari e i significativi aumenti dei prezzi degli immobili. Infine, va notato che i tassi attivi praticati dalle banche sono ancora relativamente bassi rispetto agli standard storici. Per quanto riguarda le altre componenti del credito al settore privato, i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze delle obbligazioni e delle azioni e altri titoli di capitale detenuti dalle IFM sono variati solo marginalmente in maggio, collocandosi rispettivamente al 17,0 e al 24,0 per cento.

L'ulteriore flessione del tasso di variazione sui dodici mesi del credito alle Amministrazioni pubbliche ha riflesso sia un minore tasso di crescita dei prestiti, pari allo 0,3 per cento in maggio rispetto all'1,0 per cento di aprile, sia un maggiore decremento delle consistenze di titoli emessi dalle Amministrazioni pubbliche e detenuti dalle IFM (4,6 per cento rispetto al 2,8 del mese precedente).

Per quanto riguarda le altre contropartite di M3, in maggio il tasso di incremento sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine del settore delle IFM ha subito un leggero rialzo, portandosi al 7,1 per cento dal 6,9 del mese precedente. Tra queste passività, il tasso di crescita dei depositi con durata prestabilita di oltre due anni e quello delle obbligazioni con scadenza originaria superiore a due anni sono saliti leggermente, rispettivamente al 4,4 e 5,8 per cento (rispetto al 4,0 e 5,6 di aprile). Il tasso di decremento dei depositi rimborsabili con un preavviso superiore a tre mesi è sceso allo 0,6 per cento dal 4,6 del mese precedente; l'incremento del capitale e delle riserve si è portato al 14,4 per cento, dal 14,8 di aprile.

In maggio la posizione netta sull'estero del settore delle IFM nell'area dell'euro si è ridotta di 13 miliardi di euro in termini assoluti e non destagionalizzati; in aprile la contrazione era stata di 23 miliardi di euro.

Tavola 2

M3 e principali contropartite

(consistenze di fine mese e flussi sui 12 mesi; miliardi di euro)

	consistenze di fine mese	flussi sui 12 mesi					
	2000 mag.	1999 dic.	2000 gen.	2000 feb.	2000 mar.	2000 apr.	2000 mag.
1 Credito al settore privato	6.474,5	584,2	538,1	592,5	623,1	655,1	652,7
2 Credito alle Amm. pubbliche	2.008,5	34,7	29,0	17,8	-16,5	-25,5	-54,6
3 Attività nette sull'estero	189,3	-171,3	-180,8	-120,2	-184,9	-194,5	-167,2
4 Passività finanz. a più lungo termine	3.680,2	260,8	244,4	249,5	236,5	234,5	243,1
5 Altre contropartite (passività nette)	60,7	-86,6	-93,0	-31,5	-104,6	-94,5	-83,8
M3 (=1+2+3-4-5)	4.931,4	273,8	235,4	272,4	290,2	295,6	272,0

Fonte: BCE.

Nota: la somma delle contropartite di M3 in miliardi di euro potrebbe non corrispondere al valore totale di M3, per effetto di arrotondamenti.

Complessivamente, nei dodici mesi terminanti a maggio il credito a favore del settore privato è aumentato di 653 miliardi di euro, mentre quello a favore delle Amministrazioni pubbliche si è ridotto di 55 miliardi (cfr. tavola 2). Nello stesso periodo, la posizione netta sull'estero del settore delle IFM ha subito una contrazione di 167 miliardi di euro. A tali andamenti hanno corrisposto, dal lato delle passività del bilancio consolidato delle IFM, incrementi di M3 e delle passività finanziarie a più lungo termine, rispettivamente per 272 e 243 miliardi di euro. Infine, le altre contropartite di M3 (passività nette) hanno subito una flessione di 84 miliardi di euro.

Relativamente modesto, in aprile, il volume delle emissioni nette di titoli

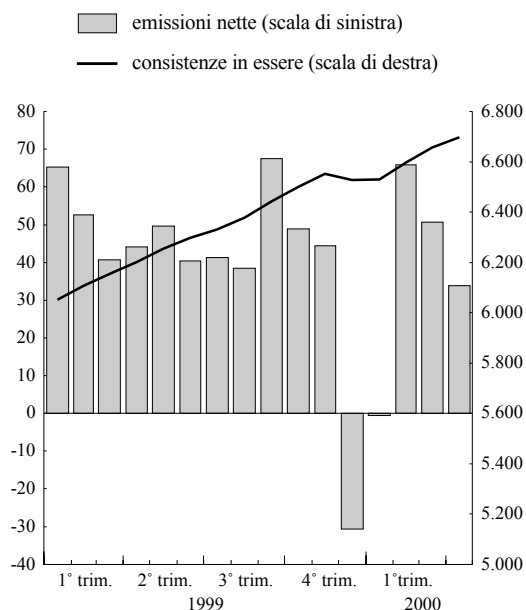
In aprile il totale delle emissioni lorde di titoli da parte dei residenti nell'area dell'euro è stato pari a 357,6 miliardi di euro, a fronte di 343,3 miliardi nell'aprile 1999 e di una media mensile di 320,7 miliardi nei dodici mesi precedenti. I rimborsi in aprile sono stati pari a 323,7 miliardi di euro. Pertanto, le emissioni nette hanno raggiunto in aprile 33,8 miliardi di euro (cfr. figura 4), valore inferiore sia ai 44,1 miliardi dell'aprile 1999, sia al volume medio mensile dei dodici mesi precedenti (38,3 miliardi di euro). Per effetto di tali andamenti, le consistenze in essere di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro hanno raggiunto i 6.698,2 miliardi di euro alla fine di aprile, l'8,0 per cento in più rispetto a un anno prima (contro un incremento sui dodici mesi dell'8,2 per cento in marzo).

Il volume relativamente modesto, in aprile, delle emissioni nette totali di titoli da parte dei residenti nell'area dell'euro è da attribuire principalmente al segmento a breve termine del mercato. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di titoli a breve emessi da residenti nell'area si è ridotto al 9,7 per cento, dal 12,6 di marzo. Per contro, quello relativo ai titoli a lungo termine è

Figura 4

Titoli emessi da residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le emissioni nette differiscono dalle variazioni delle consistenze in essere per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti.

rimasto sostanzialmente invariato, su un livello leggermente inferiore all'8 per cento.

La scomposizione per settore rivela, inoltre, che il minore volume di emissioni di titoli da parte dei residenti nell'area dell'euro è per lo più dovuto a una modesta attività di emissione da parte delle IFM. Riflettendo tale andamento, il tasso di incremento sui dodici mesi delle consistenze in essere delle obbligazioni in euro emesse dal settore delle IFM si è ridotto in aprile al 10,3 per cento dall'11,1 di marzo. A rallentare la crescita dell'ammontare di titoli emessi da residenti nell'area ha contribuito anche la minore attività di emissione da parte delle imprese finanziarie non monetarie; l'incremento sui dodici mesi delle obbligazioni in essere emesse da questo settore si è ridotto dal 42,2 per cento di marzo al 39,3 di aprile. D'altro canto, la crescita delle consistenze di obbligazioni emesse da imprese non finanziarie è salita dall'8,2 per cento di marzo al 9,8 di aprile. Per quanto riguarda il settore pubblico, il tasso di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di titoli emessi dalle Amministrazioni centrali è stato pari al 3,7 per cento in aprile, leggermente superiore al 3,5 di marzo, mentre per quelli emessi da altri settori dell'Amministrazione pubblica esso ha subito una leggera contrazione, portandosi al 3,3 per cento in aprile, dal 3,4 di marzo.

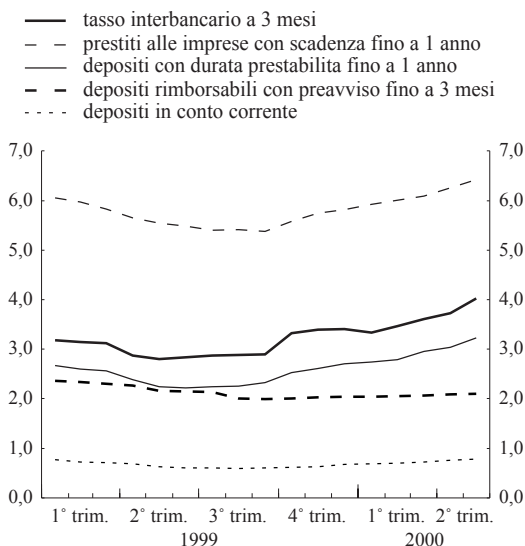
È proseguito in maggio l'incremento dei tassi di interesse bancari al dettaglio

In maggio i tassi di interesse bancari al dettaglio nell'area dell'euro hanno continuato a salire nel comparto a breve termine (cfr. figura 5), riflettendo l'aumento dei tassi di interesse del mercato monetario nel corso dello stesso periodo nonché il rialzo dei tassi di interesse della BCE del 27 aprile. In maggio i tassi di interesse medi sui depositi in conto corrente e sui depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi sono aumentati lievemente, attestandosi allo 0,8 e al 2,1 per cento rispettivamente. I tassi medi sui depositi con durata prestabilita fino a un anno sono cresciuti di 19 punti base, superando il 3,2 per cento, mentre il tasso medio sui prestiti alle imprese con scadenza fino a un anno è aumentato di 16 punti base, attestandosi in maggio al 6,4 per cento. Da settembre del 1999, quando i tassi di interesse del mercato monetario hanno

Figura 5

Tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine e tasso di mercato comparabile

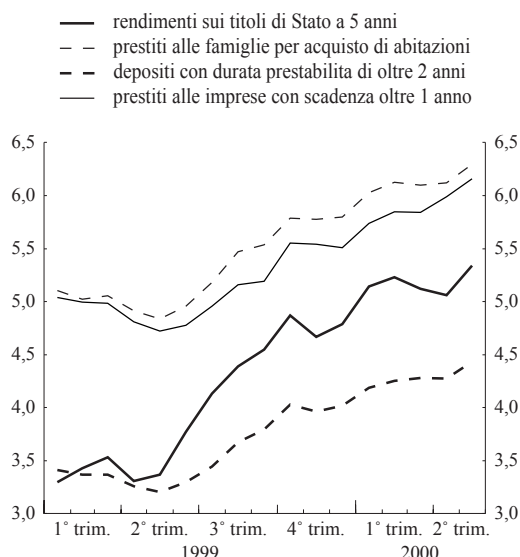
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mensili)



Fonti: dati nazionali, aggregati a cura della BCE, e Reuters.

iniziato a far registrare rialzi notevoli, i tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine sono cresciuti in misura sensibilmente minore rispetto ai comparabili tassi di mercato. Tuttavia, con la sola eccezione del tasso medio sui depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, in maggio tutti i tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine si collocavano nettamente al di sopra dei livelli prevalenti dodici mesi prima.

In maggio il livello medio dei tassi di interesse bancari al dettaglio è salito anche per le scadenze più lunghe. Il tasso medio sui depositi con durata prestabilita superiore a due anni è cresciuto di 16 punti base, superando il 4,4 per cento. Analogamente, il tasso medio sui mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato di 18 punti base, collocandosi al 6,3 per cento, mentre quello sui prestiti alle imprese è cresciuto di 17 punti base, raggiungendo quasi il 6,2 per cento. Nel complesso, dal maggio dello scorso anno, quando i tassi di interesse del mercato dei capitali hanno iniziato a salire, i tassi di interesse bancari al dettaglio a più lungo termine hanno registrato incrementi sostanziali. Nel maggio di quest'anno il tasso medio sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si collocava, ad esempio, quasi 150 punti base al di sopra del livello di dodici mesi prima (cfr. figura 6).

Figura 6**Tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine e tasso di mercato comparabile***(valori percentuali in ragione d'anno; medie mensili)**Fonti: dati nazionali, aggregati a cura della BCE, e Reuters.***I tassi di interesse del mercato monetario si sono stabilizzati dopo il rialzo dei tassi di interesse della BCE dell'8 giugno**

Dopo essere salito alla fine di maggio anticipando un intervento di politica monetaria da parte del Consiglio direttivo della BCE, il tasso di interesse

overnight, misurato dall'EONIA, è aumentato di ulteriori 15 punti base circa al momento dell'annuncio della decisione dell'8 giugno di innalzare i tassi della BCE di 50 punti base. Questo andamento indica che l'entità dell'aumento dei tassi di interesse da parte della BCE era stata solo parzialmente anticipata dal mercato. Dopo essersi adeguato al nuovo livello del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali del 4,25 per cento, l'EONIA ha oscillato tra il 4,1 e il 4,5 per cento negli ultimi giorni del periodo di mantenimento delle riserve terminato il 23 giugno. Questa variabilità ha riflesso un'imprevista situazione di scarsa liquidità, che è stata in parte compensata dall'Eurosistema fornendo liquidità al sistema tramite un'operazione di *fine tuning* effettuata il 21 giugno (cfr. riquadro I).

A decorrere dal periodo di mantenimento delle riserve iniziato il 24 giugno, l'Eurosistema ha condotto le operazioni di rifinanziamento principali mediante aste a tasso variabile, applicando la procedura d'asta a tasso multiplo e fissando un tasso minimo di offerta del 4,25 per cento. I tassi di interesse marginali di aggiudicazione per le due operazioni regolate il 28 giugno e il 5 luglio sono stati pari in entrambi i casi al 4,29 per cento (cfr. l'articolo *Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali* in questo Bollettino). Per la maggior parte delle prime due settimane del periodo di mantenimento l'EONIA

Riquadro I**Operazioni di politica monetaria e condizioni di liquidità nel periodo di mantenimento delle riserve terminato il 23 giugno 2000****Importi aggiudicati nelle operazioni di politica monetaria**

Nel corso del periodo di mantenimento delle riserve compreso tra il 24 maggio e il 23 giugno 2000 l'Eurosistema ha regolato quattro operazioni di rifinanziamento principali, un'operazione di fine-tuning e un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine. Le prime due operazioni di rifinanziamento principali sono state condotte a un tasso d'interesse fisso del 3,75 per cento, mentre alle altre due è stato applicato un tasso d'interesse fisso del 4,25 per cento. L'importo aggiudicato è variato tra 62,0 e 78,3 miliardi di euro. Gli importi complessivi richiesti nelle operazioni di rifinanziamento principali hanno oscillato tra 1.868 e 8.491 miliardi di euro, con una media di 5.258 miliardi (rispetto a un importo medio di 5.761 miliardi nel precedente periodo di mantenimento). Le percentuali di riparto nelle operazioni di rifinanziamento principali hanno oscillato tra 0,87 e 3,96 per cento, contro un intervallo di variazione compreso tra l'1,00 e l'1,62 per cento nel precedente periodo di mantenimento. Il nuovo massimo storico in termini di richieste totali presentate e il nuovo minimo storico nella percentuale di riparto – lo 0,87 per cento – possono essere spiegati dalle aspettative di un aumento dei tassi d'interesse della BCE nelle prime due settimane del periodo in esame.

Il 21 giugno la BCE ha condotto un'operazione di fine-tuning di iniezione di liquidità mediante un'operazione temporanea con scadenza overnight, condotta con asta a tasso variabile. L'ammontare delle richieste è stato pari a 18,8 miliardi di euro, mentre l'importo aggiudicato è stato di 7,0 miliardi. Hanno partecipato a questa operazione 38 controparti. Il tasso marginale e il tasso medio ponderato sono stati rispettivamente pari al 4,26 per cento e al 4,28 per cento. L'83 per cento circa delle richieste è stato soddisfatto al tasso marginale. L'operazione era volta a ripristinare una corretta situazione di liquidità dopo l'imprevisto massiccio ricorso (per 11,2 miliardi di euro) alle operazioni di deposito presso l'Eurosistema che ha avuto luogo il 20 giugno scorso.

L'Eurosistema ha condotto un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine il 31 maggio mediante asta a tasso variabile, con un volume aggiudicato preannunciato di 20 miliardi di euro. In totale 301 istituzioni hanno partecipato all'operazione, presentando richieste complessive per 64,3 miliardi di euro. Il tasso marginale è stato pari al 4,40, mentre quello medio ponderato è stato di 2 punti base più elevato, al 4,42 per cento.

Determinazione della posizione di liquidità del sistema bancario

(miliardi di euro)

Medie giornaliere durante il periodo di mantenimento della riserva compreso tra il 24 maggio il 23 giugno 2000

	<i>Creazione di liquidità</i>	<i>Assorbimento di liquidità</i>	<i>Contributo netto</i>
(a) Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema	201,3	0,8	+200,5
Operazioni di rifinanziamento principali	140,9	-	+140,9
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	59,9	-	+59,9
Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	0,3	0,8	-0,5
Altre operazioni	0,2	0,0	+0,2
(b) Altri fattori che agiscono sulla liquidità del sistema bancario	378,1	464,5	-86,4
Circolante	-	354,1	-354,1
Conti delle Amm. pubbliche presso l'Eurosistema	-	38,3	-38,3
Posizione netta verso l'estero (incluso l'oro)	378,1	-	+378,1
Altri fattori (netto)	-	72,1	-72,1
(c) Conti correnti detenuti dagli istituti di credito presso l'Eurosistema (a) + (b)			114,1
(d) Riserva obbligatoria			113,4

Fonte: BCE.

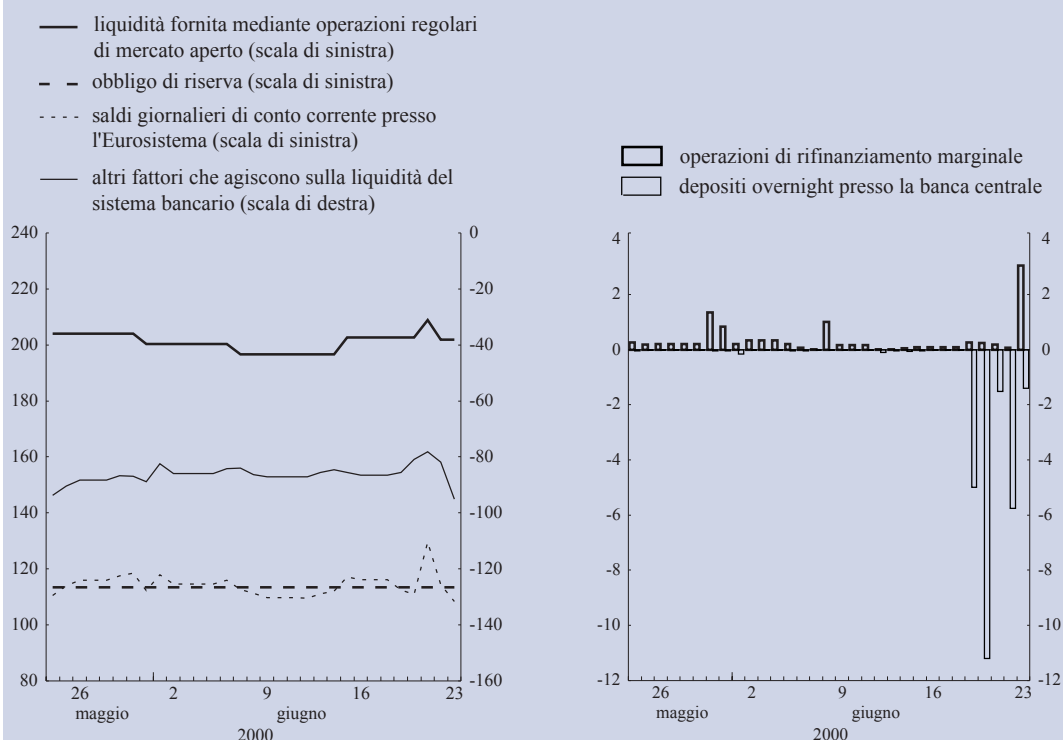
Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

L'andamento dell'EONIA nelle prime due settimane del periodo in esame è stato determinato dapprima dalle aspettative di rialzo dei tassi d'interesse della BCE e, successivamente, dal loro effettivo aumento. Nonostante le condizioni di liquidità fossero piuttosto distese, si è creato un ampio differenziale tra l'EONIA e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. Dopo la decisione presa dal Consiglio direttivo l'8 giugno di aumentare di 50 punti base i tassi della BCE, l'EONIA è passato – da mercoledì 7 a venerdì 9 giugno – dal 4,06 al 4,33 per cento. Dal 13 giugno esso ha cominciato a ridursi gradualmente fino a raggiungere il 4,21 per cento lunedì 19 giugno, in un contesto di aspettative crescenti circa l'intenzione della BCE di terminare senza tensioni il periodo di mantenimento. Tuttavia, il citato assorbimento di liquidità mediante ampio ricorso alle operazioni di deposito presso la Banca centrale, il 20 giugno, ha spinto verso l'alto l'EONIA che, il 21 giugno, ha raggiunto il 4,38 per cento. L'iniezione di liquidità attraverso l'operazione di fine-tuning condotta dalla BCE il 21 giugno ha consentito ai tassi di scendere nuovamente nel pomeriggio e nel giorno successivo. Venerdì 23 giugno, ultimo giorno del periodo di mantenimento, gli scambi interbancari relativamente vivaci, soprattutto nel pomeriggio, e l'attesa di un modesto ricorso netto al rifinanziamento marginale alla fine della giornata hanno nuovamente fatto lievitare l'EONIA che si è portato al 4,51 per cento.

Rispetto al precedente periodo di mantenimento delle riserve, il ricorso giornaliero medio alle operazioni di rifinanziamento marginale si è leggermente ridotto, da 0,4 a 0,3 miliardi di euro, mentre il ricorso medio alle operazioni di deposito presso l'Eurosistema è passato da 2,3 a 0,8 miliardi di euro – valore, quest'ultimo, che scaturisce da un utilizzo quasi nullo di questo strumento nella maggior parte del periodo, ma straordinariamente intenso in tre giorni.

Fattori che hanno concorso a determinare la posizione di liquidità del sistema bancario durante il periodo di mantenimento delle riserve conclusosi il 23 giugno 2000

(miliardi di euro; dati giornalieri)



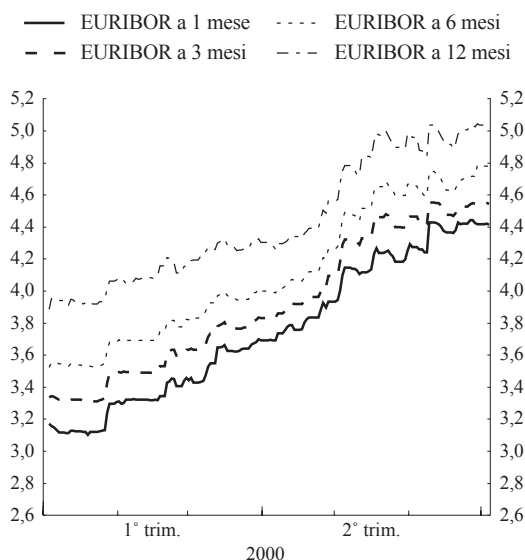
Fonte: BCE.

Determinanti della posizione di liquidità diverse dalle operazioni di politica monetaria

L'impatto netto di assorbimento dei fattori autonomi (cioè non connessi alla politica monetaria) sulla liquidità del sistema bancario (voce (b) della tavola) è stato in media pari a 86,4 miliardi di euro, 2,3 miliardi in meno rispetto al precedente periodo di mantenimento delle riserve; questa diminuzione è riconducibile in gran parte alla riduzione dei depositi netti delle Amministrazioni pubbliche, il cui effetto è stato parzialmente controbilanciato da una minore posizione netta sull'estero e da un livello leggermente superiore di circolante. Su base giornaliera, la somma dei fattori autonomi ha oscillato tra i 71,1 e i 95,1 miliardi di euro.

I saldi detenuti dalle controparti sui conti di riserva

L'ammontare medio delle riserve detenute sui conti correnti è stato pari a 114,1 miliardi di euro, a fronte di un obbligo di riserva di 113,4 miliardi. La differenza, pertanto, è stata pari a 0,7 miliardi di euro. Di questi, circa 0,2 miliardi sono imputabili ai saldi detenuti da controparti non soggette all'obbligo di riserva, mentre i restanti 0,5 miliardi sono riconducibili alle riserve in eccesso.

Figura 7**Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro***(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)**Fonte: Reuters.*

si è collocato intorno al 4,30 per cento. Soltanto il 30 giugno esso ha fatto registrare un temporaneo rialzo al 4,75 per cento, a causa del desiderio degli operatori dei mercati finanziari di ricomporre i propri bilanci alla fine del secondo trimestre, come già era avvenuto alla fine di giugno dello scorso anno.

In seguito all'annuncio della decisione del Consiglio direttivo della BCE dell'8 giugno di innalzare i tassi di interesse, sono aumentati anche gli altri tassi del mercato monetario. Tra l'8 e il 9 giugno i tassi EURIBOR a uno e a tre mesi sono aumentati di 19 e 13 punti base, rispettivamente, per mantenersi poi pressoché invariati nel periodo compreso tra il 9 giugno e il 5 luglio (cfr. figura 7).

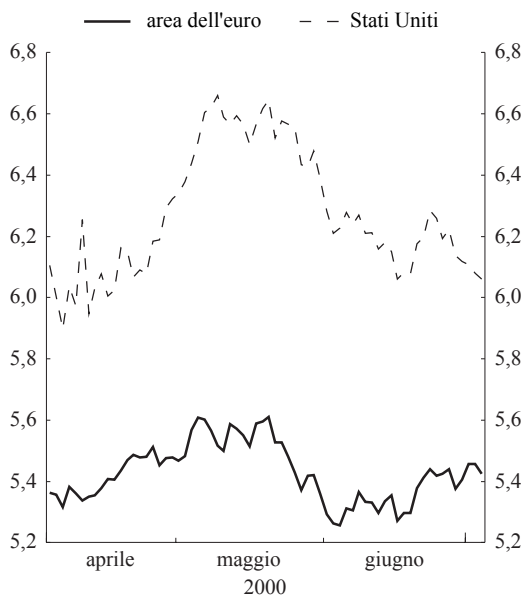
Le aspettative sui tassi di interesse da parte del mercato finanziario, riflesse nei tassi EURIBOR a tre mesi impliciti nei contratti future, sono rimaste pressoché invariate tra la fine di maggio e il 5 luglio. I tassi EURIBOR a tre mesi impliciti nei contratti future con consegna a settembre e dicembre 2000 e a marzo 2001, dopo essere saliti subito dopo l'annuncio dell'aumento dei tassi di interesse dell'8 giugno, sono leggermente diminuiti durante il resto del mese. Il 5 luglio questi tassi si collocavano, nell'ordine, al 4,77, al 5,10 e al 5,17

per cento, ovvero rispettivamente 11, 4 e 3 punti base al di sotto dei livelli di fine maggio. I tassi EURIBOR a sei e dodici mesi sono saliti di 11 e 5 punti base tra la fine di maggio e il 5 luglio, rispettivamente al 4,78 e al 5,04 per cento.

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 29 giugno il tasso di interesse marginale di aggiudicazione e quello medio sono stati pari rispettivamente al 4,49 e al 4,52 per cento, 6 e 3 punti base al di sotto del livello del tasso EURIBOR a tre mesi rilevato il giorno in cui è stata effettuata l'operazione.

I rendimenti obbligazionari a lungo termine si sono mantenuti sostanzialmente stabili in giugno

Dopo un breve periodo di calo dei tassi di interesse a lungo termine nel mese di maggio, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro non hanno mostrato una chiara tendenza nel corso di giugno e all'inizio di luglio (cfr. figura 8). Il 5 luglio il livello medio dei rendimenti obbligazionari a dieci anni dell'area si collocava

Figura 8**Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti***(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)**Fonte: Reuters.*

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

intorno al 5,40 per cento, lievemente al di sopra di quello osservato a fine maggio. Negli Stati Uniti, invece, tra la fine di maggio e il 5 luglio i rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno registrato un calo. Il differenziale tra i rendimenti dei titoli a dieci anni statunitensi e quelli dell'area dell'euro si è di conseguenza ridotto di circa 40 punti base nel periodo in oggetto, collocandosi a circa 65 punti base il 5 luglio.

Tra la fine di maggio e il 5 luglio i rendimenti dei titoli a dieci anni statunitensi sono scesi di circa 30 punti base, portandosi intorno al 6,05 per cento; il calo complessivo di questi rendimenti rispetto al picco della fine di gennaio di quest'anno ha così raggiunto circa 90 punti base. Come già era avvenuto in maggio, anche in giugno gli andamenti dei mercati obbligazionari statunitensi hanno in gran parte risentito dei cambiamenti nelle valutazioni degli investitori, che hanno rivisto al ribasso le loro aspettative sulle prospettive di crescita economica e di inflazione negli Stati Uniti e, di conseguenza, le loro attese riguardo ai futuri tassi di interesse a breve termine statunitensi.

In Giappone i rendimenti dei titoli a dieci anni sono aumentati di circa 10 punti base tra la fine di maggio e il 5 luglio, collocandosi intorno all'1,75 per cento. A questo incremento sembrano aver contribuito: il rinnovato ottimismo riguardo al ritmo della ripresa dell'economia giapponese, alla luce degli ultimi rapporti congiunturali ufficiali; il significativo rialzo delle quotazioni azionarie giapponesi in giugno, in coincidenza del quale gli investitori hanno liquidato alcune delle loro precedenti posizioni in attività rifugio; le preoccupazioni tra gli operatori riguardo alle possibili conseguenze dell'atteso aumento della spesa pubblica.

La diminuzione dei tassi di interesse statunitensi a lungo termine nel corso del mese di giugno e all'inizio di luglio ha avuto un'influenza modesta sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro, come dimostra la complessiva stabilità dei rendimenti. Analogamente, la decisione dell'8 giugno di aumentare i tassi di interesse della BCE ha avuto un effetto immediato contenuto sui rendimenti obbligazionari. Nella seconda metà di giugno i rendimenti sono aumentati lievemente, in coincidenza con l'aumento del prezzo del petrolio e con la

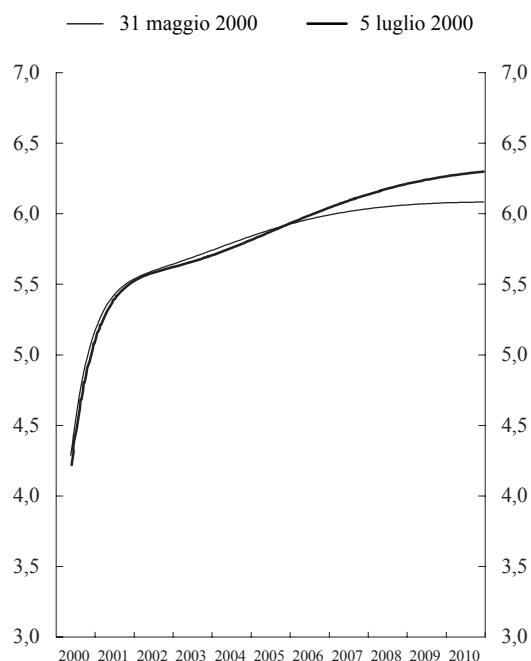
pubblicazione di nuovi dati che mostravano valori dell'inflazione superiori alle aspettative in alcuni paesi dell'area e confermavano le indicazioni positive per le prospettive di crescita.

La curva dei rendimenti dell'area dell'euro ha continuato ad appiattirsi nel corso di giugno, seppure a un ritmo più lento rispetto ai mesi precedenti. Tra la fine di maggio e il 5 luglio, l'inclinazione della curva dei rendimenti, misurata dalla differenza tra i rendimenti obbligazionari a dieci anni dell'area dell'euro e il tasso di interesse EURIBOR a tre mesi, è diminuita di circa 5 punti base, scendendo al di sotto dei 90 punti base. L'appiattimento della curva dei rendimenti è dovuto ai menzionati incrementi dei tassi a breve termine del mercato monetario nel periodo in oggetto. La curva dei tassi di interesse overnight a termine impliciti ha mostrato soltanto variazioni relativamente marginali nel periodo compreso tra la fine di maggio e l'inizio di luglio (cfr. figura 9).

Figura 9

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

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



Fonte: stima della 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 numero di gennaio 1999 del Bollettino mensile (pag. 27). I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti swap.

I dati relativi al mercato dei titoli francesi indicizzati indicano che nel mese di giugno e all'inizio di luglio le aspettative a lungo termine del mercato riguardo all'inflazione e alla crescita nell'area dell'euro sono state nel complesso stabili. In particolare, il rendimento reale dei titoli indicizzati francesi a dieci anni ha registrato soltanto un calo marginale tra la fine di maggio e il 5 luglio, mentre il tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni, ottenuto dal differenziale di rendimento fra i titoli nominali e quelli a indicizzazione reale, è aumentato di circa 5 punti base nello stesso periodo. La modesta variazione complessiva del tasso di inflazione "di pareggio" nel mese di giugno cela il fatto che questa misura delle aspettative di inflazione a lungo termine è diminuita di circa 10 punti base nei giorni immediatamente successivi all'annuncio dell'8 giugno relativo ai tassi di interesse della BCE, per poi risalire nelle ultime due settimane di giugno e all'inizio di luglio. Tale evoluzione appare coerente con un leggero aumento delle aspettative di inflazione a lungo termine del mercato in quest'ultimo periodo, che ha compensato l'effetto al ribasso indotto dalla decisione sui tassi di interesse. Tuttavia, come sempre, le variazioni del tasso di inflazione "di pareggio", e in particolare i movimenti relativamente modesti, vanno interpretati con cautela, per i limiti insiti in questo tipo di indicatori.

Leggera diminuzione della volatilità dei mercati azionari in giugno

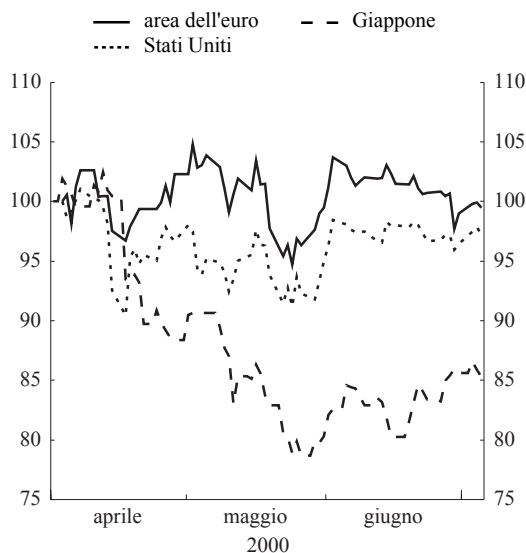
Dopo il periodo di elevata volatilità dei mercati azionari a livello mondiale tra marzo e maggio del 2000, in giugno le quotazioni azionarie sono apparse un po' più stabili. Nell'area dell'euro, nel periodo compreso tra la fine di maggio e il 5 luglio l'indice Dow Jones Euro Stoxx è rimasto pressoché invariato, mentre negli Stati Uniti l'indice Standard and Poor's 500 è aumentato di circa il 2 per cento e in Giappone l'indice Nikkei 225 è salito di circa il 4 per cento (cfr. figura 10). Rispetto ai livelli della fine del 1999, al 5 luglio nell'area dell'euro i corsi azionari erano aumentati di circa il 2,5 per cento, mentre negli Stati Uniti erano scesi dell'1 per cento e in Giappone del 7 per cento.

Per quanto concerne in primo luogo il contesto internazionale, negli Stati Uniti le quotazioni azionarie, dopo il rialzo della fine di maggio, hanno continuato a crescere agli inizi di giugno, per poi

Figura 10

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

(1° aprile 2000 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

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.

mantenersi pressoché invariate. A seguito della divulgazione di dati economici che sono stati percepiti dagli operatori come un'indicazione di rallentamento dell'attività economica negli Stati Uniti, le aspettative riguardo alla redditività futura delle imprese sembrano aver subito una flessione. Tuttavia, le pressioni al ribasso sui corsi azionari statunitensi che ne potevano scaturire sono state controbilanciate dagli effetti del calo dei tassi di interesse a lungo termine in giugno. In questo stesso mese si è verificata una diminuzione della volatilità dei mercati azionari statunitensi. Questi andamenti – un calo della volatilità accompagnato da un aumento dei corsi azionari – sono stati particolarmente pronunciati nel settore tecnologico statunitense. Tra la fine di maggio e il 5 luglio, l'indice Nasdaq Composite, che contiene una elevata percentuale di titoli "tecnologici", è aumentato di circa il 14 per cento. La volatilità implicita per l'indice Nasdaq 100 è scesa dal 63 per cento annuo alla fine di maggio al 48 per cento annuo il 5 luglio, un livello che è ancora, peraltro, molto più elevato rispetto a quelli medi degli ultimi anni.

In giugno, le quotazioni azionarie sul mercato giapponese sono aumentate considerevolmente.

L'aumento sembra riflettere il crescente ottimismo riguardo alle prospettive economiche del Giappone. Tuttavia, come già menzionato, al 5 luglio i corsi azionari giapponesi si collocavano ancora su livelli nettamente inferiori a quelli della fine del 1999.

Il 5 luglio i corsi azionari nell'area dell'euro, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, apparivano pressoché invariati rispetto alla fine di maggio, continuando a collocarsi il 2,5 per cento al di sopra dei livelli della fine del 1999. Il mercato azionario

si è mantenuto stabile malgrado la divulgazione, in giugno, di una serie di indicatori che segnalano, per i prossimi mesi, un'attività economica dell'area più vigorosa rispetto alle aspettative.

Come negli Stati Uniti, anche nell'area dell'euro la volatilità dei mercati azionari è considerevolmente diminuita in giugno: la volatilità implicita per l'indice Dow Jones Euro Stoxx 50 è scesa da circa il 26 per cento annuo alla fine di maggio a circa il 22 per cento il 5 luglio, il livello più basso dal dicembre 1999.

2 I prezzi

L'inflazione al consumo è rimasta invariata in maggio

In maggio l'inflazione al consumo nell'area dell'euro, misurata dall'incremento sui dodici

mesi dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è stata pari all'1,9 per cento, come nel mese precedente. Tuttavia, l'assenza di variazioni del tasso di crescita dell'indice complessivo nasconde un aumento della variazione

Tavola 3

Prezzi e costi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1997	1998	1999	1999 3° trim.	1999 4° trim.	2000 1° trim.	2000 2° trim.	2000 gen.	2000 feb.	2000 mar.	2000 apr.	2000 mag.	2000 giu.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti													
Indice complessivo	1,6	1,1	1,1	1,1	1,5	2,0	.	1,9	2,0	2,1	1,9	1,9	.
di cui:													
Beni	1,2	0,6	0,8	0,9	1,5	2,3	.	2,2	2,3	2,6	2,0	2,3	.
Alimentari	1,4	1,6	0,5	-0,2	0,4	0,4	.	0,4	0,6	0,4	0,6	0,8	.
Alimentari trasformati	1,4	1,4	0,9	0,6	0,9	1,0	.	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	.
Alimentari non trasformati	1,4	1,9	0,0	-1,4	-0,3	-0,3	.	-0,5	0,0	-0,5	0,2	0,6	.
Beni industriali	1,0	0,1	1,0	1,5	2,1	3,4	.	3,1	3,2	3,7	2,7	3,1	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	.	0,7	0,5	0,6	0,5	0,6	.
Beni energetici	2,8	-2,6	2,2	4,6	7,8	13,6	.	12,0	13,5	15,3	10,5	12,2	.
Servizi	2,4	2,0	1,5	1,5	1,4	1,6	.	1,7	1,6	1,6	1,9	1,6	.
Altri indicatori di prezzi e costi													
Prezzi alla prod. dei beni industr. ¹⁾	1,1	-0,8	0,0	0,7	3,1	5,7	.	5,1	5,8	6,3	5,7	.	.
Costo del lavoro per un. di prodotto ²⁾	0,7	0,0	1,1	0,9	0,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Produttività del lavoro ²⁾	1,7	1,4	0,8	1,1	1,7	.	.	-	-	-	-	-	-
Redditi per addetto ²⁾	2,4	1,4	1,9	2,0	2,1	.	.	-	-	-	-	-	-
Costo tot. del lavoro per ora lavorata ³⁾	2,5	1,6	2,1	2,2	2,4	3,5	.	-	-	-	-	-	-
Prezzo del petrolio (euro per barile) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	19,7	23,0	27,1	29,1	24,9	27,6	28,4	24,6	30,4	31,5
Prezzi delle materie prime ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	1,1	14,0	19,9	18,3	19,4	20,0	20,2	19,4	22,8	12,9

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

1) Sono escluse le costruzioni.

2) Intera economia.

3) Intera economia (escluse agricoltura, pubblica Amministrazione, istruzione, sanità e altri servizi).

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 (in ECU fino al dicembre 1998).

sui dodici mesi di alcune delle sue componenti, in particolare quella energetica e quella relativa ai prodotti alimentari non trasformati. Per contro, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei servizi è calato in maggio (cfr. tavola 3), essendosi ridimensionati gli effetti dell'andamento di una loro componente particolarmente variabile.

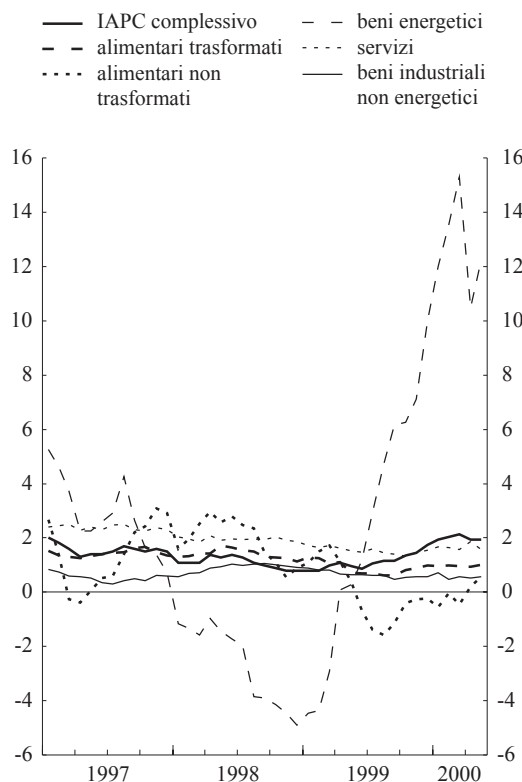
Come previsto, in linea con il forte rincaro del prezzo del petrolio, passato da una media di 24,6 euro per barile in aprile a 30,4 euro il mese successivo, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi energetici è aumentato al 12,2 per cento in maggio, rispetto al 10,5 per cento registrato il mese precedente (cfr. figura 11). Questa dinamica del prezzo del petrolio è, a sua volta, riconducibile sia alle elevate quotazioni sul mercato internazionale che al deprezzamento del tasso di cambio dell'euro registrato fino a metà maggio. Da allora, sebbene l'euro si sia leggermente apprezzato, le quotazioni internazionali hanno continuato a rincarare, spingendo verso l'alto il prezzo del petrolio, che in giugno ha raggiunto 31,5 euro per barile. Ci si attende che questo incremento abbia prodotto in giugno un'ulteriore pressione al rialzo sulla componente energetica dello IAPC. Inoltre, c'è il rischio che tali rincari, se dovessero persistere, si trasmettano successivamente ai prezzi dei beni non energetici e ai prezzi dei servizi compresi nello IAPC.

Oltre a un più forte incremento del prezzo dell'energia, in maggio si è osservato un aumento dei tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari non trasformati e – in misura minore – di quelli trasformati, rispettivamente allo 0,6 e all'1,0 per cento. Anche il tasso di incremento dei prezzi dei beni industriali non energetici è aumentato di 0,1 punti percentuali, allo 0,6 per cento, mantenendosi al di sotto del livello medio registrato sia nel 1998 che nel 1999. In questa fase, ci si sarebbe potuti attendere una più significativa spinta al rialzo sui prezzi dei beni industriali non energetici, a causa dell'impatto dei prezzi più elevati nelle fasi precedenti del processo produttivo, osservabili nell'andamento dei prezzi alla produzione del settore industriale. Al contempo, la variazione sui dodici mesi dei prezzi dei servizi

Figura 11

Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

nell'area dell'euro è diminuita in maggio di 0,3 punti percentuali, all'1,6 per cento; ciò ha riflesso l'attenuarsi degli effetti dell'incremento dei prezzi, relativamente variabili, dei viaggi organizzati.

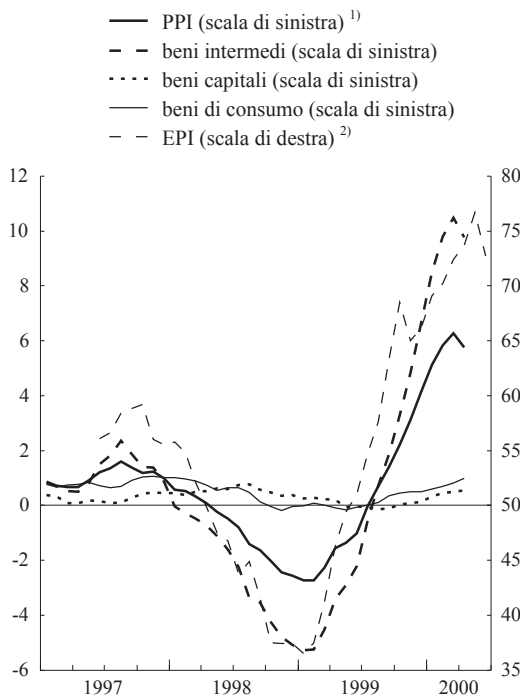
Leggero calo del tasso di crescita dei prezzi alla produzione in aprile

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'industria dell'area dell'euro è diminuito in aprile al 5,7 per cento, dal 6,3 di marzo (cfr. figura 12). Benché sia stato il primo dal febbraio 1999, questo calo del tasso di crescita sui dodici mesi era ampiamente previsto, dati la diminuzione dei prezzi del petrolio registrata in aprile e l'effetto base negativo associato alla crescita dell'indice dei prezzi alla produzione tra marzo e aprile 1999. Per quanto concerne l'andamento delle componenti dell'indice dei prezzi alla produzione, la diminuzione

Figura 12

Prezzi alla produzione e prezzi degli input per l'industria manifatturiera nell'area dell'euro

(dati mensili)



Fonti: Eurostat e Reuters.

- 1) Prezzi alla produzione nell'industria, escluse le costruzioni; variazioni percentuali sui dodici mesi.
- 2) Eurozone Price Index: prezzi degli input per l'industria manifatturiera, secondo l'inchiesta tra i responsabili per gli acquisti. Un valore dell'indice superiore al 50 per cento segnala un aumento dei prezzi degli input, mentre un valore inferiore al 50 per cento indica una diminuzione.

del prezzo del petrolio si è trasferita in maniera netta sui prezzi dei beni intermedi, la cui variazione sui dodici mesi è scesa in aprile al 9,8 per cento, dal 10,5 di marzo. Al contrario, continuando la tendenza osservata nella seconda metà del 1999, l'incremento sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali di consumo è salito all'1,0 per cento in aprile, dallo 0,8 di marzo. Nel complesso, benché ancora abbastanza moderato, l'andamento più recente dei prezzi dei beni di consumo compresi nell'indice dei prezzi alla produzione è coerente con l'impatto atteso dei rincari di materie prime e beni intermedi sui prezzi dei prodotti finiti, attraverso le varie fasi del processo produttivo. Diversamente da quanto osservato per i prezzi dei beni di consumo, tuttavia, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni di investimento si è mantenuto

pari allo 0,5 per cento in aprile, invariato rispetto a marzo.

Per quanto concerne il probabile andamento di breve periodo dei prezzi alla produzione da aprile, è probabile che esso risenta del significativo rincaro registrato in maggio dal prezzo del petrolio. Coerentemente con questo quadro, anche lo Eurozone Price Index (EPI), che rileva i prezzi pagati dai produttori manifatturieri per i loro input, è cresciuto in misura significativa in maggio. Tuttavia, questo rialzo si è poi invertito in giugno (cfr. figura 12), forse in conseguenza del più recente apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, oltre che dei minori prezzi delle materie prime non energetiche. Nel complesso, tuttavia, l'andamento dello EPI continua a segnalare la possibilità di ulteriori pressioni al rialzo sui costi degli input per l'industria manifatturiera nell'area dell'euro.

Aumento della crescita dei salari nominali nel primo trimestre

Secondo stime preliminari, la crescita del costo totale del lavoro per ora lavorata nel primo trimestre 2000 ha mostrato un aumento significativo, raggiungendo il 3,5 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, con un incremento di 1,1 punti percentuali rispetto al tasso di crescita registrato nell'ultimo trimestre del 1999 (cfr. tavola 3). Questo aumento della crescita dei salari nominali non è del tutto in linea con le aspettative basate sulle precedenti informazioni sui salari negoziati, benché esso possa essere spiegato – almeno in parte – da pagamenti di gratifiche e altri compensi *una tantum* in uno dei maggiori paesi dell'area, che non dovrebbero ripetersi nel resto del 2000. Riflettendo il rialzo ciclico della crescita della produttività del lavoro, il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato di appena lo 0,4 per cento nell'ultimo trimestre del 1999. Si prevede che nel primo trimestre del 2000 la remunerazione per dipendente sia cresciuta in linea con l'andamento sopra descritto del costo del lavoro per ora lavorata. Pertanto, sebbene l'incremento della produttività sia probabilmente rimasto sostenuto, ci si attende che in questo trimestre l'incremento annuo del costo del lavoro per unità di prodotto abbia registrato un aumento.

3 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

Forte crescita del prodotto nei primi mesi del 2000

Secondo le stime preliminari diffuse dall'Eurostat, nel primo trimestre del 2000 la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è stata del 3,2 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1999, in lieve aumento rispetto al 3,1 per cento registrato nel quarto trimestre dello scorso anno (cfr. tavola 4). Nel primo trimestre del 2000 il tasso di incremento sul trimestre precedente è stato pari allo 0,7 per cento. Il principale contributo alla crescita è venuto dalla domanda interna (quasi 0,7 punti percentuali), mentre il contributo delle esportazioni nette è stato solo lievemente positivo. Altri indicatori suggeriscono che è in atto una crescita vigorosa dell'economia interna e che le stime della crescita del PIL nel primo trimestre dell'anno potrebbero essere riviste al rialzo.

Nel primo trimestre dell'anno la domanda per consumi è rimasta invariata; il tasso di crescita rispetto al corrispondente periodo del 1999 è sceso all'1,5 per cento, dal 2,4 del trimestre precedente, anche se quest'ultimo risultato può

essere spiegato in parte dal fatto che quest'anno la Pasqua è caduta relativamente tardi, a fine aprile. La lenta crescita dei consumi è stata in parte compensata dal forte aumento degli investimenti fissi lordi. Dopo un leggero rallentamento verso la fine dello scorso anno, questa componente ha segnato una ripresa, facendo registrare nel primo trimestre del 2000 una crescita del 2,1 per cento rispetto al periodo precedente. Anche i consumi collettivi hanno segnato una crescita vigorosa nel primo trimestre, mentre è stato nullo il contributo della variazione delle scorte, sia alla crescita sul trimestre precedente, sia a quella rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente. Infine, nel primo trimestre le importazioni e le esportazioni, compresi gli scambi intra-area, sono cresciute entrambe del 3,2 per cento rispetto al periodo precedente. Sempre nel primo trimestre del 2000, il contributo delle esportazioni nette alla crescita è stato inferiore a 0,1 punti percentuali.

Si stima che nel primo trimestre di quest'anno il valore aggiunto lordo a prezzi costanti dell'area dell'euro (si veda al riguardo il riquadro 3 del numero di maggio di questo Bollettino, intitolato

Tavola 4

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

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali ¹⁾								Variazioni trimestrali ²⁾				
	1997	1998	1999	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	2000 1° trim.	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	2000 1° trim.
PIL	2,3	2,7	2,3	1,8	2,0	2,5	3,1	3,2	0,7	0,6	1,0	0,8	0,7
di cui:													
Domanda interna	1,7	3,4	2,8	2,9	2,9	2,9	2,6	2,4	0,9	0,5	0,6	0,6	0,7
Consumi delle famiglie	1,5	3,0	2,5	2,7	2,4	2,4	2,4	1,5	0,8	0,3	0,8	0,5	0,0
Consumi collettivi	0,8	0,9	1,4	1,4	1,3	1,6	1,5	1,6	0,9	0,1	0,3	0,2	1,0
Investimenti fissi lordi	2,2	4,3	4,8	3,9	5,4	5,1	4,9	5,3	1,8	1,0	1,7	0,4	2,1
Variazione delle scorte ^{3) 4)}	0,2	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0
Esportazioni nette ³⁾	0,6	-0,5	-0,4	-1,0	-0,9	-0,4	0,5	0,8	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,1
Esportazioni ⁵⁾	10,3	6,9	4,4	0,5	2,2	5,5	9,3	12,6	0,1	2,7	3,5	2,6	3,2
Importazioni ⁵⁾	8,8	9,3	6,0	3,7	5,2	7,0	8,2	10,7	0,9	2,5	2,5	2,1	3,2

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) Insieme le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5) 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.

La struttura e l'andamento del valore aggiunto nell'area dell'euro) sia cresciuto dello 0,9 per cento, con un contributo dei servizi e dell'industria pari rispettivamente a 0,6 e a 0,3 punti percentuali (cfr. tavola 5.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*).

La produzione industriale accelera in aprile

La crescita della produzione industriale dell'area dell'euro è aumentata decisamente in aprile facendo registrare, al netto delle costruzioni, un incremento sui dodici mesi pari al 6,5 per cento, a fronte del 5,3 di marzo (cfr. tavola 5). Si stima che nel periodo di tre mesi concluso ad aprile la produzione industriale al netto delle costruzioni sia cresciuta dell'1,9 per cento rispetto al precedente intervallo di tre mesi. Inoltre, essendo stati rivisti lievemente al rialzo i dati del primo trimestre, il tasso di crescita ora stimato per questo periodo è pari all'1,3 per cento. Nel periodo di tre mesi concluso ad aprile la produzione manifatturiera è cresciuta dell'1,8 per cento rispetto ai tre mesi precedenti; al più sostenuto ritmo di crescita hanno contribuito tutti i settori industriali. In particolare, la crescita della produzione di beni di investimento e di beni di consumo durevoli si è ulteriormente rafforzata, mentre la produzione di beni di consumo non durevoli ha segnato un modesto incremento dopo il calo

osservato all'inizio dell'anno. Il perdurare della crescita della produzione nel settore dei beni intermedi è un segnale che fa ben sperare per l'evoluzione del prodotto in altri comparti industriali. L'andamento dell'attività nel settore delle costruzioni è esaminato nel riquadro 2.

Ulteriore rafforzamento del clima di fiducia delle imprese manifatturiere

A giugno il clima di fiducia delle imprese manifatturiere ha raggiunto il livello più elevato mai registrato dall'inizio della serie nel 1985 (cfr. tavola 6). Quello di giugno è stato il più forte aumento rispetto al mese precedente dalla metà del 1997, riflettendo in particolare una più positiva valutazione del livello degli ordini e il miglioramento delle attese sulla produzione, mentre la valutazione delle scorte di prodotti finiti è migliorata di poco.

L'Indice dei responsabili degli acquisti relativo al settore manifatturiero dell'area dell'euro si è collocato a 59,5 a giugno, sostanzialmente invariato rispetto al 59,7 di maggio (cfr. figura 13). Il lieve calo riflette essenzialmente una certa riduzione dei tempi di consegna dei fornitori, dopo il marcato e perdurante allungamento osservato dall'inizio dell'anno. La componente relativa all'occupazione ha subito un lieve calo in giugno, mentre tutte le altre (relative a produzione,

Tavola 5

Produzione industriale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1998	1999	2000 feb.	2000 mar.	2000 apr.	2000 feb.	2000 mar.	2000 apr.	1999 nov.	1999 dic.	2000 gen.	2000 feb.	2000 mar.
						variaz. sul mese prec.			medie mobili di 3 mesi				
Totale industria escl. costruz.	4,2	1,8	5,6	5,3	6,5	1,0	0,8	0,7	1,5	1,2	1,1	1,3	1,9
Industria manifatturiera	4,8	1,8	6,5	5,5	6,8	1,7	0,2	0,6	1,4	1,1	1,3	1,2	1,8
<i>principali categorie di prodotti industriali:</i>													
Beni intermedi	4,0	2,1	6,5	5,5	5,9	1,3	0,3	0,2	1,8	1,6	1,3	1,1	1,4
Beni di capitale	6,5	2,1	8,1	8,2	9,3	0,9	1,0	1,3	1,5	1,8	2,3	2,6	2,9
Beni di consumo	2,4	1,8	3,4	2,2	5,4	3,0	-0,1	1,5	0,8	-0,3	-0,7	-0,9	1,4
durevoli	5,6	2,6	12,1	11,4	13,2	3,1	0,4	1,4	1,9	2,0	3,3	3,5	4,4
non durevoli	2,1	1,8	1,8	0,7	2,9	1,7	1,2	1,1	1,1	-0,3	-1,4	-2,1	0,3

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 tre mesi sulla media dei tre mesi precedenti sono calcolate utilizzando dati destagionalizzati.

Riquadro 2

Il settore delle costruzioni nell'area dell'euro

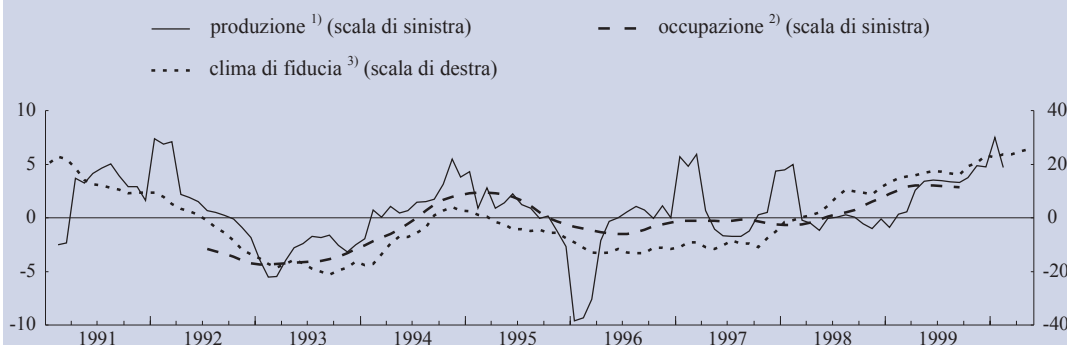
Il settore delle costruzioni costituisce una componente importante dell'economia dell'area dell'euro. Pur rappresentando solo il 6 per cento dell'attività economica complessiva (in base alle indicazioni fornite dal valore aggiunto lordo; cfr. tavola 5.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino), si stima che questo settore contribuisca alla produzione industriale dell'area per poco meno del 15 per cento. In termini di occupazione la sua incidenza è leggermente superiore, dal momento che assorbe poco più dell'8 per cento dell'occupazione totale e circa il 26½ per cento di quella del comparto industriale (in base ai dati dell'Indagine sulle forze di lavoro del 1999).

Il settore delle costruzioni ha mostrato segni di ripresa dal 1999

Dagli andamenti recenti della produzione emergono segnali di una graduale ripresa del settore delle costruzioni dell'area dell'euro (cfr. la figura seguente). Dopo un periodo di forte crescita tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta, che aveva determinato un significativo sovra-dimensionamento della capacità produttiva, la produzione nel settore è calata bruscamente di oltre il 3 per cento nel 1993 e di un ulteriore 1½ per cento nel 1996. In effetti, il tasso di incremento annuo del prodotto nel settore delle costruzioni nei sei anni dal 1993 al 1999 è stato, in media, leggermente negativo (-0,2 per cento). Il settore ha pertanto risentito di un prolungato periodo di debolezza, che solo di recente ha ceduto il passo a un graduale recupero. Il tasso di crescita annuo del settore delle costruzioni nel 1999, pari a circa il 3 per cento, è stato il più elevato almeno dal 1991. In effetti, nel 1999 l'attività nelle costruzioni è cresciuta in misura maggiore rispetto alla produzione manifatturiera e ha continuato a espandersi all'inizio del 2000. Il rafforzamento pare essersi riflesso anche sull'occupazione nel settore, in aumento dalla primavera del 1998 e che ha registrato nel 1999 un ulteriore incremento del 3 per cento, a fronte dell'1,5 per cento osservato per l'economia nel suo complesso. Di conseguenza, sia la produzione che l'occupazione nel settore delle costruzioni sono ritornate sui livelli dell'inizio degli anni novanta.

Produzione, occupazione e clima di fiducia nel settore delle costruzioni dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; saldi percentuali; dati mensili)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed elaborazioni della BCE.

1) Variazioni percentuali della media mobile centrata di tre mesi rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente; dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2) Variazioni percentuali della media mobile centrata di tre mesi rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente.

3) Saldi percentuali, scostamenti dalla media calcolata a partire dal gennaio 1991, medie mobili centrate di tre mesi.

Relazione fra clima di fiducia e attività nel settore delle costruzioni

Alcune indicazioni sull'andamento del settore delle costruzioni possono essere desunte dalle indagini condotte mensilmente dalla Commissione europea presso le imprese. L'indicatore del clima di fiducia nel settore delle costruzioni, che si basa su elementi come la valutazione del livello degli ordini e le aspettative sull'occupazione per

i mesi successivi, è risultato sostanzialmente in linea con il miglioramento dell'attività nel comparto, dato che ha segnato un deciso aumento sin dall'ultima parte del 1997. Tuttavia, pur essendovi dal 1990 una correlazione fra produzione e clima di fiducia nel settore delle costruzioni, tale correlazione risulta sensibilmente inferiore a quella esistente tra le due variabili corrispondenti nel settore manifatturiero (0,6 nel primo caso, 0,9 nel secondo). Nel settore delle costruzioni la correlazione è leggermente superiore, pari a 0,7, fra clima di fiducia e occupazione.

Una delle ragioni alla base della minore correlazione fra il clima di fiducia e la produzione nel settore delle costruzioni può essere la maggiore volatilità di quest'ultima, che dipende in misura rilevante da fattori di carattere più erratico, come le condizioni atmosferiche. Una seconda ragione può derivare dal fatto che la valutazione del livello degli ordini si riferisce allo stock degli ordini ancora inevasi anziché al flusso dei nuovi ordini, e può quindi includere anche lavori già in corso ma non ancora completati. Inoltre, la correlazione può risentire dei tempi di realizzazione generalmente lunghi delle opere di costruzione, che fanno sì che la produzione si estenda su un certo numero di mesi anziché concentrarsi nel periodo immediatamente successivo all'ordine. Nonostante l'inclusione della valutazione del livello degli ordini nei dati sul clima di fiducia e l'esperienza del periodo dal 1997 (nel quale l'indice di fiducia è aumentato in anticipo rispetto alla ripresa della produzione), il clima di fiducia nel settore delle costruzioni appare un indicatore sostanzialmente coincidente, piuttosto che anticipatore, rispetto all'andamento della produzione. Le indicazioni fornite dagli ultimi dati sul clima di fiducia nelle costruzioni possono pertanto essere lette come un segnale del protrarsi della crescita sia dell'attività che dell'occupazione in questo settore nel primo semestre del 2000.

La qualità dei dati va ulteriormente migliorata

I dati mensili sulla produzione nel settore delle costruzioni sono regolarmente riportati nella tavola 5.2 della sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo Bollettino. La predisposizione di dati a cadenza almeno trimestrale per tutti gli Stati membri della UE è prescritta dal Regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, relativo alle statistiche congiunturali (che disciplina altresì le statistiche congiunturali per i settori industriale, delle vendite al dettaglio e dei servizi). Le statistiche sono corrette per le variazioni del numero di giorni lavorativi e, in applicazione del Regolamento, devono essere disponibili entro i due mesi successivi al periodo di riferimento. Nel considerare le statistiche mensili sulla produzione diffuse dall'Eurostat per l'intera area dell'euro, disponibili dal 1990, va tenuto conto del fatto che alcuni paesi (Irlanda e Portogallo) non hanno ancora pubblicato statistiche in proposito, mentre altri (Spagna, Italia e Finlandia) forniscono statistiche solo su base trimestrale. In alcuni paesi, inoltre, i dati sono diffusi con considerevole ritardo, con il risultato che le statistiche per l'intera area riferite ai mesi più recenti contengono una forte percentuale di stime dell'Eurostat. Un ulteriore miglioramento delle statistiche del settore dovrebbe aver luogo con la piena attuazione del Regolamento sopra citato. Quest'ultimo contempla una scomposizione della produzione fra edilizia e opere di ingegneria civile nonché la raccolta di dati su ordinativi, numero di persone occupate, ore lavorate, retribuzioni lorde e salari, costi di costruzione (relativi sia ai materiali sia alla manodopera) e licenze di costruzione (numero di abitazioni e metri quadri). La maggior parte di queste variabili, tuttavia, non sono ancora disponibili a livello di area.

nuovi ordini e scorte di prodotti acquistati) sono in qualche misura migliorate rispetto ai livelli di maggio. Nel complesso del secondo trimestre, il livello dell'indice è stato in media pari a 60,0, a fronte di 57,3 nel trimestre precedente. La tendenza al rialzo del clima di fiducia delle imprese manifatturiere, che negli ultimi mesi è proseguita quasi ininterrottamente, fa ritenere che la flessione registrata dall'indice nei mesi di maggio e giugno sia da attribuire con più probabilità a una parziale correzione degli aumenti significativi registrati

nei due mesi precedenti, piuttosto che all'esaurirsi del movimento al rialzo. Nel complesso, dunque, l'andamento osservato fino a giugno segnala il protrarsi della forte crescita dell'attività produttiva nel settore industriale nel primo semestre del 2000.

In giugno il clima di fiducia dei consumatori ha subito una certa flessione, dopo aver raggiunto un nuovo massimo storico nel mese precedente. Tuttavia, esso si mantiene su un livello

Tavola 6

Risultati delle inchieste congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese nell'area dell'euro

(dati destagionalizzati)

	1997	1998	1999	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
				3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.	giu.
Indice del clima economico ¹⁾	2,4	2,7	-0,2	0,1	1,0	1,0	0,2	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Indici del clima di fiducia:													
dei consumatori ²⁾	-4	6	9	7	10	11	11	10	11	11	11	12	10
delle imprese industriali ²⁾	3	6	0	1	6	10	13	8	10	11	12	12	15
nel settore delle costruzioni ²⁾	-12	2	14	14	18	21	23	23	19	21	23	22	24
nel commercio al dettaglio ²⁾	-4	2	0	-2	-2	5	8	3	2	10	2	9	12
Capacità utilizzata (perc.) ³⁾	81,4	82,9	82,0	81,8	82,5	83,4	.	83,0	-	-	83,7	-	-

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

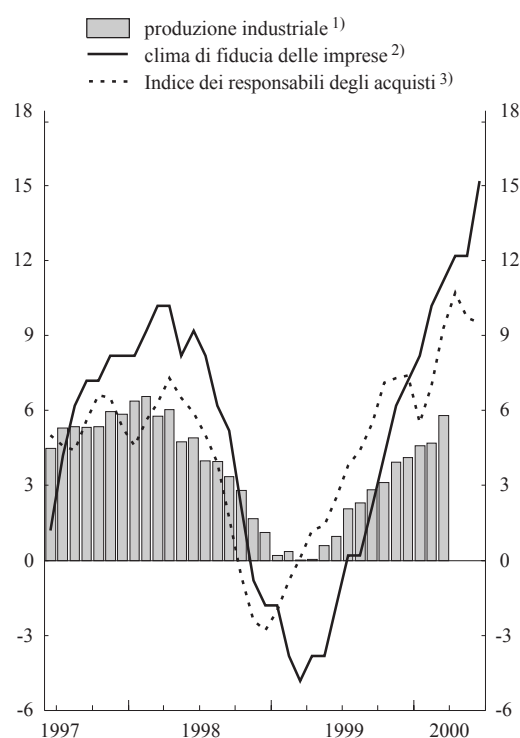
1) Variazione percentuale sul periodo precedente.

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.

Figura 13

Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e Indice dei responsabili degli acquisti nell'area dell'euro



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Reuters ed elaborazioni della BCE.

1) Variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2) Saldi percentuali, scostamenti dalla media nel periodo dal gennaio 1985.

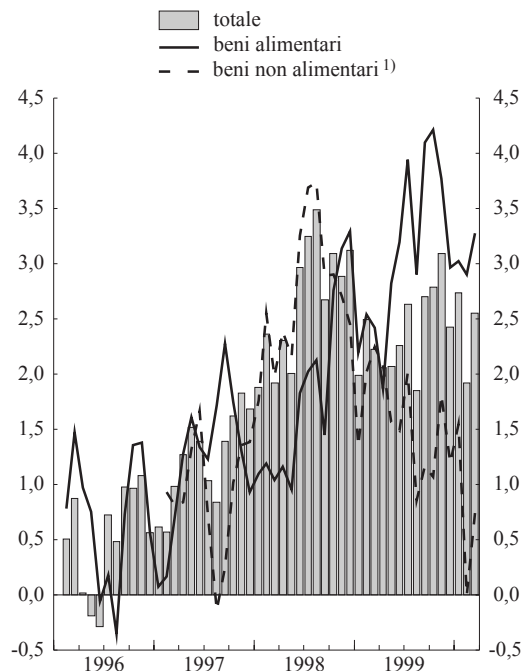
3) Purchasing Managers' Index; scostamenti dal valore 50; valori positivi stanno a indicare un'espansione dell'attività economica.

elevato, corrispondente al picco ciclico dell'inizio degli anni novanta e nettamente superiore a quello della fine del 1994. Per quanto concerne le componenti dell'indice, la flessione è stata diffusa e ha riflettuto sia valutazioni meno positive da parte delle famiglie circa la propria situazione finanziaria e le condizioni economiche generali, sia la minore propensione ad effettuare acquisti di importo rilevante nel presente.

Aumenta il tasso di crescita delle vendite al dettaglio

In base alle ultime stime dell'Eurostat, nel periodo di tre mesi terminato ad aprile il fatturato del settore del commercio al dettaglio dell'area dell'euro si è accresciuto del 2,6 per cento rispetto al corrispondente periodo del 1999 (cfr. figura 14). In confronto con la crescita dello 0,4 per cento registrata nel primo trimestre, l'aumento è in linea con il netto miglioramento del clima di fiducia nel commercio al dettaglio, rilevato dalle indagini della Commissione europea di maggio e giugno di quest'anno.

Tutte le principali componenti del commercio al dettaglio hanno contribuito al rafforzamento della crescita. Le vendite di elettrodomestici continuano a rappresentare la categoria con il più forte tasso di incremento; nel periodo di tre mesi concluso ad aprile hanno registrato un aumento dell'1,5 per cento rispetto ai tre mesi precedenti.

Figura 14**Vendite al dettaglio nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sui dodici mesi; medie mobili centrate di tre mesi)*

Fonte: Eurostat.

Nota: fatturato totale del commercio al dettaglio, a prezzi costanti; sono esclusi auto e motoveicoli e riparazioni di beni di uso personale e familiare. Le variazioni percentuali sui 12 mesi sono calcolate su dati corretti per tenere conto delle variazioni del numero di giorni lavorativi.

1) A causa dell'indisponibilità di alcune componenti nazionali, la serie inizia soltanto dal gennaio 1996.

Ciò conferma che nell'area dell'euro il clima di fiducia delle famiglie resta elevato. Le vendite di prodotti alimentari, bevande e tabacco hanno mantenuto un andamento sostenuto, crescendo dell'1 per cento nei tre mesi terminanti ad aprile; l'aumento rispetto al periodo corrispondente del 1999 è stato pari al 4,5 per cento.

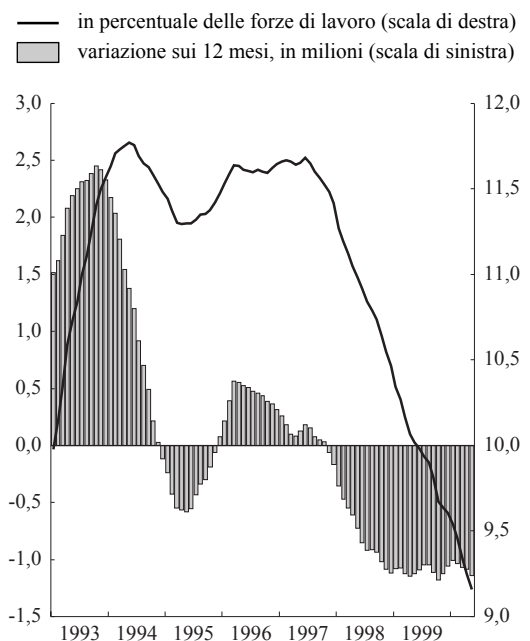
La presenza di una vigorosa domanda per consumi è confermata anche dagli ultimi dati sulle immatricolazioni di autovetture (cfr. i dati presentati nella tavola 5.2 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino). Dopo aver subito un rallentamento alla fine del 1999, le vendite sono aumentate all'inizio di quest'anno e il tasso di crescita sui dodici mesi delle immatricolazioni di autovetture è risultato nuovamente positivo a maggio, collocandosi all'1,9 per cento. Nel periodo di tre mesi concluso a maggio, le immatricolazioni sono aumentate dell'1,6 per cento.

Nel complesso, gli ultimi dati confermano che nel primo semestre dell'anno l'economia dell'area dell'euro ha continuato a crescere costantemente, sostenuta dalla forte domanda sia interna che estera; gli indicatori disponibili, inoltre, segnalano prospettive positive nel breve periodo.

Invariato il tasso di disoccupazione a maggio

In maggio il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è stato pari al 9,2 per cento, invariato rispetto al livello di aprile. In seguito a una lieve revisione dei dati da febbraio in poi, il calo della disoccupazione fra febbraio e marzo risulta più pronunciato, con l'indice che scende dal 9,5 al 9,3 per cento. I dati rivisti continuano a confermare la generale tendenza decrescente della disoccupazione, diminuita di 0,3 punti percentuali dall'inizio dell'anno. Questa tendenza resta simile a quella che ha caratterizzato l'ultima parte del 1999 (cfr. figura 15).

Riguardo alla disaggregazione per fasce d'età, i dati mostrano che il calo della disoccupazione ha interessato maggiormente la fascia dei lavoratori di età inferiore a 25 anni (cfr. tavola 7). Dopo un

Figura 15**Disoccupazione nell'area dell'euro***(dati mensili destagionalizzati)*

Fonte: Eurostat.

Tavola 7

Disoccupazione nell'area dell'euro

(in percentuale delle forze di lavoro; dati destagionalizzati)

	1997	1998	1999	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	2000 1° trim.	1999 dic.	2000 gen.	2000 feb.	2000 mar.	2000 apr.	2000 mag.
Totale	11,6	10,9	10,0	10,0	9,9	9,6	9,4	9,6	9,5	9,5	9,3	9,2	9,2
Sotto i 25 anni ¹⁾	23,2	21,3	19,0	19,2	18,8	18,0	17,9	17,9	18,0	17,9	17,7	17,5	17,2
25 anni e oltre ²⁾	9,9	9,4	8,7	8,8	8,7	8,5	8,3	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1	8,1

Fonte: Eurostat.

Nota: dati calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

1) Nel 1999 questa categoria rappresentava il 23,1 per cento della disoccupazione totale.

2) Nel 1999 questa categoria rappresentava il 76,9 per cento della disoccupazione totale.

periodo di stasi tra novembre 1999 e febbraio 2000, il tasso di disoccupazione relativo a questa categoria è diminuito di 0,2 punti percentuali in marzo e in aprile e di 0,3 punti percentuali in maggio. Questa flessione relativamente pronunciata ha fatto scendere il tasso di disoccupazione giovanile al 17,2 per cento in maggio, un livello inferiore di 2 punti percentuali rispetto a quello di un anno prima. Nello stesso periodo, il tasso di disoccupazione fra i lavoratori di età superiore a 25 anni è diminuito di 0,7 punti percentuali e si è collocato a maggio sull'8,1 per cento, invariato rispetto al dato lievemente rivisto di aprile.

Ulteriore crescita dell'occupazione nel primo trimestre

Sulla base delle statistiche nazionali disponibili, si stima che nel primo trimestre del 2000 la crescita dell'occupazione totale rispetto al trimestre precedente sia stata pari allo 0,5 per cento, con

un aumento di 0,1 punti percentuali rispetto all'incremento registrato nel trimestre precedente (cfr. tavola 8). Questo aumento dell'occupazione (che corrisponde a un tasso di crescita rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente dell'1,4 per cento) è prossimo al ritmo di crescita annuo registrato in media nel 1999 ed è in linea con il rafforzamento dell'attività economica.

Il miglioramento della crescita dell'occupazione totale va in parte attribuito all'incremento del contributo positivo del settore industriale. Nel primo trimestre del 2000 la creazione netta di posti di lavoro nell'industria rispetto al trimestre precedente è stata pari allo 0,2 per cento, sospinta dalla significativa accelerazione dell'occupazione nel settore delle costruzioni. Infatti, nel settore delle costruzioni il tasso di incremento rispetto al trimestre precedente è aumentato di 0,5 punti percentuali, passando dallo 0,3 per cento nell'ultimo trimestre del 1999 allo 0,8 nel primo trimestre di

Tavola 8

Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1998	1999	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	2000 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	2000 1° trim.	2000 gen.	2000 feb.	2000 mar.
			Variazioni trimestrali ¹⁾										
Totale economia ²⁾	1,4	1,5	1,5	1,4	1,3	1,4	0,3	0,3	0,4	0,5	-	-	-
Totale industria	0,3	0,2	0,3	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,3
Costruzioni	0,3	3,0	3,4	3,6	2,1	2,0	0,3	0,6	0,3	0,8	2,2	2,4	1,6
Totale industria escl. costruz.	0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,1
Industria manifatturiera	0,8	-0,2	-0,4	-0,5	-0,3	0,1	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2

Fonti: dati nazionali ed Eurostat (Short-term Business Statistics).

1) Variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati destagionalizzati.

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

Riquadro 3

Gli indirizzi di massima per le politiche economiche dell'anno 2000

Il Trattato che istituisce la Comunità europea impegna gli Stati membri ad attuare le loro politiche economiche con lo scopo di contribuire al conseguimento degli obiettivi dell'Unione europea. Essi, inoltre, devono considerare le loro politiche economiche una questione di interesse comune e coordinarle nell'ambito del Consiglio della UE. A tal fine, dall'inizio della seconda fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) il Consiglio Ecofin – su raccomandazione della Commissione europea – formula ogni anno gli Indirizzi di massima per le politiche economiche (Broad Economic Policy Guidelines, da qui in avanti "Indirizzi"). Essi forniscono il quadro di riferimento per la definizione degli obiettivi e degli orientamenti complessivi di politica economica degli Stati membri e dell'Unione europea. Per quanto concerne la politica monetaria, tali Indirizzi fanno riferimento al dettato del Trattato, secondo il quale essa dovrà rimanere indirizzata al mantenimento della stabilità dei prezzi. Dal momento che tutti i paesi dell'Unione europea si trovano a far fronte, nel complesso, alle stesse sfide e alle stesse necessità di politica economica, gli Indirizzi stabiliscono vari orientamenti generali che si applicano a tutti gli Stati membri. Allo stesso tempo, in considerazione delle differenze tra questi ultimi in termini sia di risultati e prospettive economiche sia di caratteristiche strutturali e istituzionali, essi contengono anche raccomandazioni specifiche per ciascun paese.

Gli Indirizzi del 2000 rendono operativi i principali obiettivi delle politiche economiche nella UE (relativi alla crescita, all'occupazione, all'innovazione e alla coesione sociale), individuati nel Consiglio europeo speciale tenutosi a Lisbona lo scorso marzo in quattro priorità centrali: mantenere politiche macroeconomiche orientate alla crescita e alla stabilità; promuovere lo sviluppo di un'economia guidata dalla conoscenza; procedere con riforme complessive e di vasta portata dei mercati dei prodotti, del capitale e del lavoro; rendere più moderni i sistemi di protezione sociale. Negli Indirizzi queste priorità sono state tradotte nel seguente insieme di raccomandazioni principali.

Assicurare politiche macroeconomiche orientate alla crescita e alla stabilità

Nell'area dell'euro la sfida cruciale per le politiche economiche consiste nell'assicurare che la ripresa in atto si traduca in una fase duratura di crescita vigorosa e di aumento dell'occupazione. Mentre la politica monetaria fornisce il proprio contributo attraverso l'impegno al mantenimento della stabilità dei prezzi, è compito degli Stati membri accelerare il risanamento fiscale in atto, sia per conseguire quanto prima possibile e mantenere nel medio periodo posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo, sia per ridurre il debito pubblico. Dalle parti sociali ci si attende che continuino a sostenere un andamento dei salari coerente con la stabilità dei prezzi e tale da favorire la creazione di opportunità di lavoro. Anche gli Stati membri che non fanno parte dell'area dell'euro sono esortati a mantenere politiche monetarie e di bilancio appropriate.

Accelerare il processo di risanamento fiscale in corso

Gli Stati membri sono incoraggiati a evitare orientamenti prociclici delle politiche di bilancio; ad avvantaggiarsi dei risultati fiscali favorevoli derivanti da una crescita economica più vigorosa del previsto per conseguire, nel 2000, posizioni di bilancio che vadano al di là degli obiettivi stabiliti nei programmi aggiornati di stabilità e di convergenza; a raggiungere una posizione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo prima di quanto previsto in tali programmi nonché, quando ciò sia ritenuto appropriato, a perseguire un ulteriore risanamento fiscale, al di là di quello minimo, creando così margini addizionali di manovra; infine, a prepararsi per le sfide connesse con l'invecchiamento della popolazione.

Migliorare la qualità e la sostenibilità dei conti pubblici

La composizione delle manovre con cui viene realizzato il risanamento dei bilanci pubblici viene considerata uno strumento attraverso il quale si può fornire sostegno agli investimenti e alla crescita dell'occupazione. Tra le altre raccomandazioni, si auspica che la riduzione del disavanzo avvenga attraverso un contenimento della spesa

piuttosto che un aumento della pressione fiscale; si indica la necessità di adattare i sistemi di previdenza e di assistenza sociale affinché creino incentivi a lavorare e vengano, invece, rimossi i disincentivi, e di riesaminare al più presto i sistemi previdenziali e sanitari tenendo conto delle implicazioni dell'invecchiamento della popolazione.

Promuovere andamenti salariali appropriati

Le parti sociali sono esortate a fare sì che gli aumenti dei salari nominali siano coerenti con la stabilità dei prezzi, che i livelli salariali riflettano le differenze in termini di produttività del lavoro secondo le abilità, le qualifiche o l'area geografica, e che l'evoluzione dei salari reali tenga conto della necessità di rafforzare la redditività degli investimenti, che accrescono la capacità produttiva e creano occupazione. I governi possono creare le condizioni istituzionali idonee a facilitare i negoziati tra le parti sociali.

Favorire lo sviluppo di un'economia basata sulla conoscenza

Gli Indirizzi chiedono anche che vengano realizzate o migliorate le condizioni necessarie per un maggiore coinvolgimento del settore privato nel finanziamento di spese e accordi di collaborazione nel campo della ricerca e dello sviluppo. Al contempo, occorre anche assicurare un adeguato sostegno pubblico al finanziamento della ricerca di base e alla creazione di centri di eccellenza e fornire incentivi per la creazione di collegamenti più stretti tra istituti di ricerca e imprese. Vanno potenziate le iniziative di formazione e di addestramento, in ambito sia privato che pubblico, finalizzate all'aumento della flessibilità della forza lavoro.

Assicurare l'efficienza dei mercati dei beni e dei servizi

Una maggiore concorrenza sui mercati dei beni viene considerata essenziale affinché si possa beneficiare pienamente delle opportunità fornite dall'introduzione dell'euro, dalla globalizzazione e dalle nuove tecnologie. Tra le altre raccomandazioni, gli Indirizzi auspicano una piena ed efficace attuazione della normativa che regola il mercato interno nei campi delle commesse pubbliche e degli standard tecnici. Deve essere assicurata l'indipendenza delle autorità garanti della concorrenza, le cui politiche dovrebbero essere attuate attraverso strumenti trasparenti ed efficaci. La liberalizzazione del settore delle telecomunicazioni deve essere completata entro la fine del 2001, mentre quella dei settori elettrico, del gas, dei servizi postali e dei trasporti dovrebbe essere accelerata. Devono essere pienamente attuate le direttive comunitarie finalizzate alla liberalizzazione dei mercati dei servizi di pubblica utilità. Le barriere allo scambio di servizi, in particolare quelli di natura finanziaria, della distribuzione e dei servizi alle imprese, devono essere rimosse entro la fine del 2000.

Promuovere i mercati dei capitali aumentandone l'integrazione e lo spessore

Per quanto riguarda i mercati dei capitali, oltre a una completa attuazione dei Piani d'azione riguardanti i servizi finanziari e il capitale di rischio, rispettivamente entro il 2005 e il 2003, sono necessari ulteriori sforzi volti a facilitare il più possibile l'accesso al capitale di investimento in un ambito geografico esteso a tutta l'Unione europea (anche per le piccole e le medie imprese), eliminando le barriere all'investimento nei fondi pensione e da parte di questi ultimi, promuovendo un'ulteriore integrazione dei mercati dei titoli di Stato attraverso scambi di informazioni più intensi e una maggiore trasparenza, migliorando l'efficienza dei servizi di pagamento transfrontalieri al dettaglio, accelerando le misure fiscali finalizzate alla promozione dello sviluppo di nuove imprese e all'investimento in capitale di rischio e modificando la legislazione fallimentare per concedere agli imprenditori una seconda possibilità.

Rafforzare i mercati del lavoro

Una significativa e duratura riduzione della disoccupazione nella UE richiederà miglioramenti sostanziali di carattere strutturale nel funzionamento dei mercati del lavoro. Gli "Indirizzi per l'occupazione dell'anno 2000"

hanno già delineato una strategia integrata per il raggiungimento di questo obiettivo. A tale riguardo, gli Indirizzi di massima per le politiche economiche pongono particolare enfasi sul miglioramento delle capacità e delle altre caratteristiche che accrescono le probabilità di trovare impiego, al fine di mantenere le persone in contatto con i mercati del lavoro; sul rafforzamento degli incentivi all'occupazione e la riduzione dei costi del lavoro attraverso riforme del sistema fiscale e previdenziale; sul miglioramento della mobilità dei lavoratori a livello settoriale e regionale, anche attraverso il reciproco riconoscimento delle qualifiche e il miglioramento della trasferibilità dei diritti pensionistici, oltretutto tramite una modernizzazione dell'organizzazione del lavoro; sull'introduzione di accordi per una flessibilità dell'orario di lavoro; su un riesame degli effetti di normative rigide riguardo alla sicurezza del posto di lavoro e di elevate indennità di fine rapporto.

Favorire uno sviluppo sostenibile

Infine, secondo gli Indirizzi, una politica ambientale appropriata genererà, con il tempo, benefici in termini di strutture economiche più efficienti, contribuendo in tal modo a rafforzare la crescita e l'occupazione. Gli Stati membri devono pertanto porre enfasi sull'introduzione o sul rafforzamento di politiche che sfruttino le forze del mercato, attribuendo un prezzo alle risorse scarse; sulla riconsiderazione degli incentivi fiscali e dei sussidi che hanno un impatto negativo sull'ambiente; sulla predisposizione di un adeguato quadro di riferimento comune a livello europeo per la tassazione dell'energia.

Gli indirizzi devono trovare attuazione

Nel complesso, la BCE accoglie con favore l'orientamento fondamentale, la ricchezza e la specificità degli Indirizzi per le politiche economiche dell'anno 2000. La BCE plaude inoltre alle recenti iniziative volte a rafforzare ancora di più questi Indirizzi, in particolare attraverso un'ambiziosa ed esaustiva valutazione retrospettiva e lo sviluppo di indicatori dei risultati conseguiti nel campo delle riforme strutturali. Il successo delle raccomandazioni dipende ora in modo cruciale dall'impegno degli Stati membri a migliorare i risultati per quanto riguarda i conti pubblici e le riforme strutturali. Peraltro, le attuali prospettive favorevoli di crescita economica forniscono un'eccellente opportunità per un'attuazione decisa delle misure necessarie.

quest'anno. Anche nell'industria al netto delle costruzioni l'occupazione ha segnato un lieve miglioramento. Dopo essere diminuita per quattro trimestri consecutivi, si è stabilizzata nel quarto trimestre del 1999 ed è cresciuta nel primo trimestre del 2000, con un tasso di crescita sul periodo precedente pari allo 0,1 per cento. Questo risultato è riconducibile in larga parte alla significativa ripresa nella creazione di posti di lavoro nel settore manifatturiero: nel primo trimestre l'incremento è stimato pari allo 0,3 per cento, a fronte

dello 0,1 per cento del trimestre precedente, con un ritorno pertanto ai tassi di crescita positivi osservati durante la seconda metà del 1997 e in quasi tutto il 1998. L'andamento dell'occupazione totale indica un'accelerazione dell'occupazione nel primo trimestre del 2000 anche nel settore dei servizi, in linea con le attese rilevate nel primo trimestre dalle indagini congiunturali della Commissione europea presso le imprese del commercio al dettaglio e con i dati dell'indagine presso i responsabili agli acquisti fino a giugno.

4 Il tasso di cambio e la bilancia dei pagamenti

Fluttuazioni dell'euro prive di una tendenza chiara in giugno

In giugno, l'andamento del mercato dei cambi è stato caratterizzato da significative fluttuazioni dell'euro rispetto alla maggior parte delle altre

principali valute, senza che prevalesse una chiara tendenza. Il suo tasso di cambio effettivo nominale, calcolato rispetto alle valute dei 13 principali partner commerciali dell'area, si è collocato all'inizio di luglio su un livello pari all'incirca a quello dell'inizio di giugno.

Rispetto alla valuta statunitense, l'euro ha oscillato attorno a un tasso medio di 0,95 dollari durante il mese di giugno e fino al 5 luglio, senza mostrare nel periodo alcuna tendenza netta al rialzo o al ribasso. In un contesto di rafforzamento della ripresa economica nell'area dell'euro, questa oscillazione attorno a un valore costante è sembrata in larga parte associata alla generale incertezza prevalente sui mercati finanziari rispetto alle prospettive di medio termine dell'economia statunitense e agli interventi di politica economica ad esse associati. Dati recenti – tra cui il secondo calo mensile consecutivo della crescita delle vendite al dettaglio, una minore attività nel settore delle costruzioni e l'indebolimento del clima di fiducia dei consumatori – hanno fornito segnali di un possibile moderato rallentamento dell'attività economica statunitense nell'immediato futuro. Allo stesso tempo, tuttavia, il rincaro dei prezzi petroliferi ha contribuito alla crescita dei rendimenti dei titoli obbligazionari statunitensi, in un contesto di crescenti aspettative di inflazione. A seguito della decisione del Federal Open Market Committee (FOMC) di mantenere invariati i tassi di riferimento della politica monetaria in occasione

della riunione del 28 giugno scorso, l'euro si è moderatamente apprezzato nei confronti della valuta statunitense e il 5 luglio è stato quotato a 0,95 dollari (cfr. figura 16).

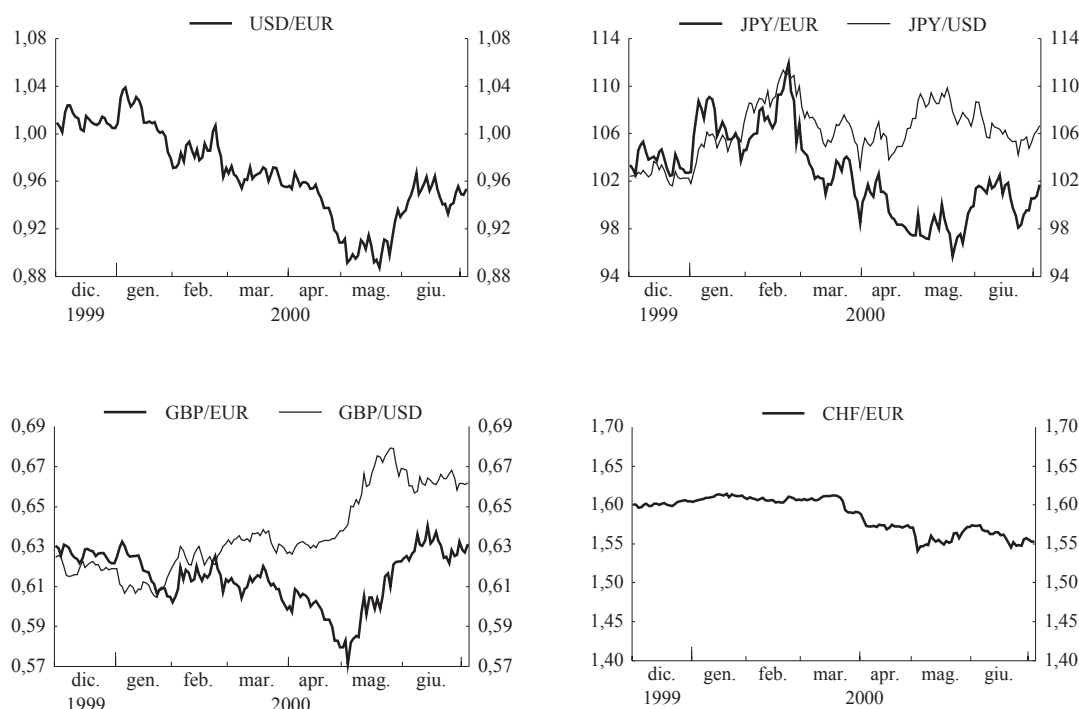
Dopo un periodo di relativa stabilità, l'euro ha subito un modesto deprezzamento rispetto allo yen giapponese nella terza settimana di giugno, prima di recuperare tra la fine di giugno e i primi di luglio. L'iniziale vigore dello yen è per lo più connesso alla revisione al rialzo della valutazione ufficiale delle prospettive economiche nipponiche e alla pubblicazione di dati che sembravano confermare il consolidamento della ripresa giapponese, a fronte dei quali si è rafforzata la percezione dei mercati che la politica monetaria di "tassi zero", in atto da 16 mesi, potrebbe essere abbandonata in un prossimo futuro. Il 5 luglio l'euro è stato quotato a 101,7 yen.

In giugno e all'inizio di luglio l'andamento del tasso di cambio euro/sterlina britannica è stato simile a quello del tasso di cambio euro/dollaro. Il 5 luglio l'euro è stato quotato a 0,63 sterline.

Figura 16

Tassi di cambio

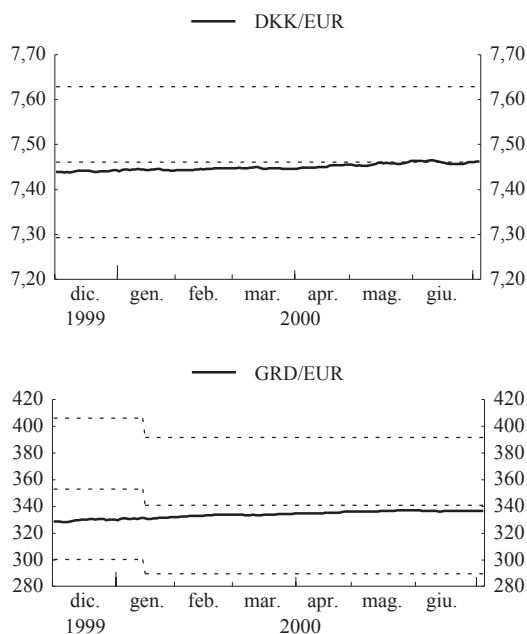
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 17**Tassi di cambio nello SME II**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: le linee orizzontali indicano le parità centrali (rispettivamente, 7,46 corone danesi e 340,75 dracme greche, quest'ultima in vigore dal 17 gennaio 2000) e le rispettive bande di oscillazione ($\pm 2,25\%$ per la corona danese e $\pm 15\%$ per la dracma greca).

Le valute aderenti allo SME II sono state per lo più stabili (cfr. figura 17). La dracma greca si è mantenuta stabile rispetto all'euro, dopo la decisione della Banca di Grecia di ridurre i principali tassi di riferimento per la politica monetaria di 50 punti base il 28 giugno scorso. Tale decisione era stata ampiamente anticipata dal mercato, alla luce dell'accoglimento formale da parte del Consiglio europeo, il 19 giugno, della richiesta della Grecia di adottare l'euro dal 1° gennaio 2001. Il 5 luglio la dracma era quotata a un tasso di cambio superiore dell'1,2 per cento rispetto alla parità centrale di 341 dracme nei confronti dell'euro. Anche la corona danese si è mantenuta stabile ed è stata quotata il 5 luglio a 7,46 corone per euro.

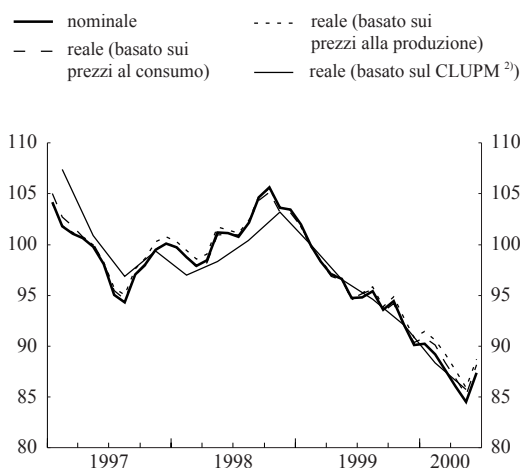
Per quanto riguarda la corona svedese, essa ha oscillato attorno a un tasso medio di 8,3 corone per euro tra l'inizio di giugno e il 5 luglio senza evidenziare una tendenza, in un contesto caratterizzato da una certa volatilità del mercato azionario svedese. Rispetto al franco svizzero, l'euro si è leggermente indebolito nella seconda

metà di giugno – a seguito della decisione della Banca Nazionale Svizzera, il 15 giugno scorso, di aumentare di 50 punti base il suo obiettivo in termini di intervallo dei tassi di interesse a tre mesi – ma ha parzialmente recuperato in seguito, ritornando all'inizio di luglio sui livelli della fine di maggio.

In termini effettivi nominali – vale a dire con una ponderazione basata sugli scambi commerciali con il gruppo ristretto di tredici partner commerciali più importanti dell'area dell'euro – l'euro è stato quotato il 5 luglio a un livello pari all'incirca a quello prevalente all'inizio di giugno. Considerando le medie mensili, tuttavia, nel mese di giugno l'indice del tasso di cambio effettivo nominale si è apprezzato di circa il 3,4 per cento rispetto al mese precedente, in gran parte riflettendo l'apprezzamento dell'euro rispetto a tutte le principali valute all'inizio del mese. Il deprezzamento effettivo dell'euro tra la sua introduzione, nel primo trimestre del 1999, e giugno è stato pari a circa il 12,6 per cento in termini nominali; la variazione è stata più o meno dello stesso ammontare in termini reali, usando come deflatori gli indici dei prezzi al consumo e alla produzione e il CLUP nell'industria manifatturiera (cfr. figura 18).

Figura 18**Tassi di cambio effettivi nominali e reali¹⁾**

(medie mensili/trimestrali; 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) I dati sono elaborazioni della BCE (cfr. l'articolo I tassi di cambio effettivi nominali e reali dell'euro nel numero di aprile 2000 del Bollettino mensile). Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono al giugno 2000 (al 2° trimestre 2000 per il tasso di cambio reale basato sul CLUP nell'industria manifatturiera).

2) Costo del lavoro per unità di prodotto nel settore manifatturiero.

Disavanzo di conto corrente nei primi quattro mesi del 2000

Il conto corrente dell'area dell'euro è risultato in disavanzo di 3,2 miliardi di euro in aprile, contro un avanzo di 4,8 miliardi di euro nel corrispondente mese del 1999. Il peggioramento è in gran parte da imputarsi alla variazione del saldo del conto dei redditi (passato da un avanzo di 0,1 miliardi a un disavanzo di 3,9 miliardi di euro), al minore avanzo del conto dei beni e ai maggiori disavanzi del conto dei servizi e di quello dei trasferimenti correnti.

Nei primi quattro mesi del 2000, il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo cumulato di 4,4 miliardi di euro, rispetto

all'avanzo di 11,1 miliardi di euro registrato nello stesso periodo del 1999. Un minore avanzo del conto dei beni (21,3 miliardi, contro 29,5 miliardi) – dovuto a un aumento del 27 per cento del valore delle importazioni, a fronte di un aumento del 20 per cento del valore delle esportazioni – spiega la maggior parte di questo andamento, con l'ulteriore contributo dei maggiori disavanzi registrati per le altre voci del conto corrente (cfr. tavola 9).

I dati destagionalizzati sul volume degli scambi commerciali sono ora disponibili fino a febbraio di quest'anno e consentono ulteriori approfondimenti riguardo i recenti andamenti del commercio. Mentre il volume delle importazioni è cresciuto solo del 4 per cento durante i dodici

Tavola 9

Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati))

	1999 gen.-apr.	1999 apr.	2000 gen.-apr.	2000 feb.	2000 mar.	2000 apr.
Conto corrente	11,1	4,8	-4,4	2,4	3,0	-3,2
crediti	406,5	105,8	471,1	114,4	130,0	115,9
debiti	395,4	101,0	475,5	112,0	127,1	119,1
Beni	29,5	8,0	21,3	6,3	8,1	6,0
esportazioni	242,9	63,3	291,3	71,8	83,5	72,3
importazioni	213,4	55,3	270,0	65,6	75,4	66,3
Servizi	-3,6	-0,4	-6,0	-2,0	-0,9	-1,2
esportazioni	69,2	18,5	76,4	17,9	20,7	20,0
importazioni	72,8	18,9	82,4	19,9	21,6	21,2
Redditi ¹⁾	-6,3	0,1	-9,6	-0,8	-0,6	-3,9
Trasferimenti unilaterali correnti	-8,4	-2,9	-10,0	-1,0	-3,7	-4,0
Conto capitale	3,3	0,5	4,6	0,2	1,4	1,5
Conto finanziario	-38,2	-5,1	65,2	9,7	33,3	5,0
Investimenti diretti	-30,1	-14,6	142,9	144,7	2,4	-6,2
all'estero	-59,6	-23,3	-76,3	-19,4	-33,0	-18,6
nell'area dell'euro	29,5	8,7	219,3	164,2	35,4	12,4
Investimenti di portafoglio	-41,1	13,6	-188,8	-138,7	-24,7	-7,9
attività	-87,6	-22,2	-156,7	-68,1	-37,6	-25,8
passività	46,5	35,8	-32,1	-70,6	12,9	17,9
Derivati	2,0	3,5	0,2	2,6	-3,2	2,1
Altri investimenti	23,7	-9,3	110,8	0,2	58,2	16,8
Riserve ufficiali	7,3	1,8	0,0	0,8	0,6	0,2
Errori e omissioni	23,8	-0,2	-65,4	-12,3	-37,8	-3,4

Fonte: BCE.

Nota: nel conto finanziario, un segno positivo indica un afflusso di capitali, un segno negativo un deflusso; per le riserve ufficiali, un segno negativo indica un aumento, un segno positivo una diminuzione. Per un insieme di tavole statistiche più dettagliate, cfr. la sezione 8 delle Statistiche dell'area dell'euro in questo Bollettino. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

1) I dati mensili relativi al 1999 non sono precisamente confrontabili con le osservazioni successive.

mesi fino allo scorso febbraio, i prezzi all'importazione, misurati dai valori medi unitari, sono cresciuti di quasi il 22 per cento, per effetto sia del deprezzamento dell'euro sia del rincaro dei prezzi del petrolio. Dal lato delle esportazioni, i volumi sono aumentati di circa l'11 per cento, in gran parte grazie alla maggiore competitività in termini di prezzo scaturita dal deprezzamento dell'euro. Allo stesso tempo, tuttavia, i prezzi all'esportazione sono aumentati di oltre il 7 per cento, il che suggerisce una crescita dei margini di profitto per gli esportatori.

In aprile, i deflussi netti per investimenti in azioni sono parzialmente compensati da afflussi netti per investimenti in titoli

In aprile, gli investimenti diretti e di portafoglio sono stati considerevolmente inferiori rispetto ai flussi dei due mesi precedenti, poiché questi ultimi risentivano di un'operazione di fusione di grande rilevanza tra due imprese – una residente e una non residente nell'area dell'euro – perfezionata mediante uno scambio azionario. In aprile, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato un deflusso netto complessivo pari a 14,1 miliardi.

Più in dettaglio, gli investimenti diretti hanno registrato un deflusso netto di 6,2 miliardi di euro in aprile – in conseguenza di investimenti

diretti all'estero pari a 18,6 miliardi di euro e investimenti diretti nell'area dell'euro di 12,4 miliardi di euro – mentre gli investimenti di portafoglio hanno registrato un deflusso netto di 7,9 miliardi. Il principale fattore che ha generato i deflussi netti di portafoglio sono stati i forti investimenti da parte dei residenti in titoli azionari esteri (18,2 miliardi di euro), a cui si è aggiunto un disinvestimento netto in titoli azionari dell'area da parte dei non residenti (4,7 miliardi di euro), portando i deflussi netti totali per titoli azionari a 22,9 miliardi di euro (cfr. tavola 8.4 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*).

Per quanto concerne il resto degli investimenti di portafoglio, in aprile i titoli hanno registrato afflussi netti che hanno parzialmente compensato i deflussi netti per azioni, in linea con l'andamento degli ultimi mesi. Nei primi quattro mesi del 2000 gli afflussi netti per titoli dell'area sono stati pari a 42,7 miliardi di euro, rispetto ai deflussi netti di 10,5 miliardi dello stesso periodo del 1999. L'inversione di tendenza è stata causata sia da un calo degli investimenti in strumenti di debito esteri, in particolare obbligazioni e titoli esteri, da parte dei residenti nell'area dell'euro, sia da un forte aumento degli acquisti da parte dei non residenti di strumenti di debito dell'area, in particolare di strumenti del mercato monetario.

Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali

Nella riunione dello scorso 8 giugno il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che, a decorrere dall'operazione con regolamento il 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sarebbero state condotte mediante aste a tasso variabile, applicando la procedura d'asta a tasso multiplo. Il Consiglio direttivo ha altresì deciso di fissare un tasso minimo di aggiudicazione per tali operazioni. La decisione è stata adottata per rispondere al problema del forte eccesso di richieste (*overbidding*), manifestatosi con il meccanismo d'asta a tasso fisso. Nel quadro della nuova procedura, il tasso minimo assolve la funzione, in precedenza svolta dal tasso applicato alle aste a tasso fisso, di segnalare l'orientamento della politica monetaria. Inoltre, al momento dell'annuncio dell'asta settimanale verrà pubblicata un'indicazione del fabbisogno atteso di liquidità del sistema bancario. Il Consiglio direttivo ha anche sottolineato che si riserva la facoltà di ripristinare la procedura d'asta a tasso fisso, se e quando lo riterrà opportuno.

I Introduzione

Nella riunione dello scorso 8 giugno il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che, a decorrere dall'operazione con regolamento il 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sarebbero state condotte mediante aste a tasso variabile, applicando la procedura d'asta a tasso multiplo. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di stabilire un tasso minimo di offerta per tali operazioni, che è stato inizialmente fissato al 4,25 per cento, lo stesso livello applicato alle precedenti operazioni effettuate mediante asta a tasso fisso.

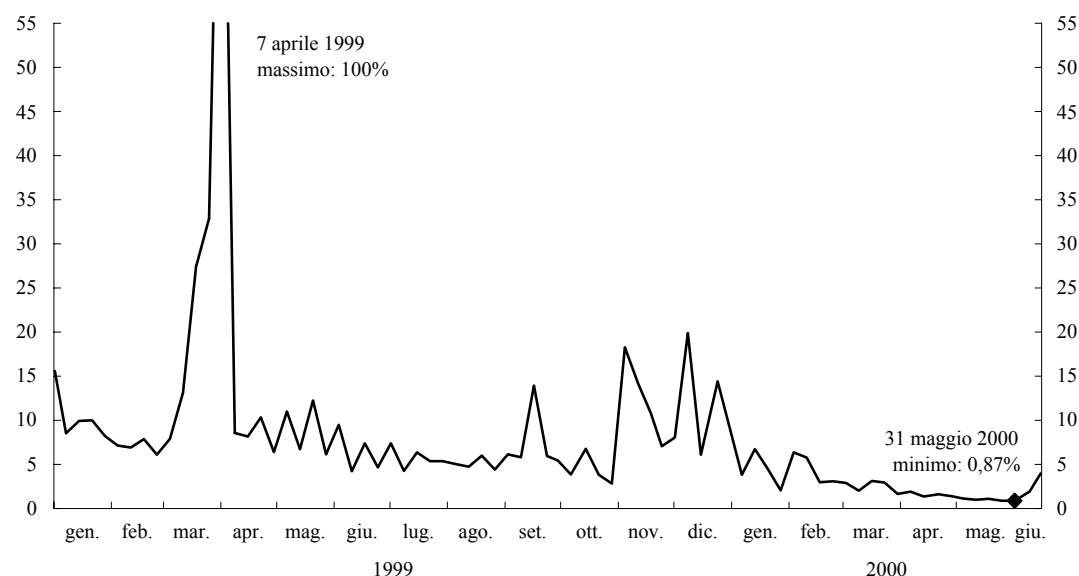
Come evidenziato nel comunicato stampa pubblicato dopo la riunione del Consiglio direttivo dell'8 giugno, il passaggio alle aste a tasso variabile è

stato deciso in risposta al forte eccesso di richieste (*overbidding*) che si era sviluppato nel contesto della procedura d'asta a tasso fisso. Mentre nel corso del 1999 la percentuale di riparto (ovvero il rapporto tra l'importo aggiudicato nell'asta e le richieste complessive) si era collocata in media intorno al 10 per cento, nel periodo compreso tra il 1° gennaio e il 7 giugno 2000 essa è risultata pari, in media, ad appena il 2,7 per cento. Nelle ultime due operazioni di rifinanziamento principali prima dell'annuncio del passaggio alle aste a tasso variabile, la percentuale di riparto è stata inferiore all'1 per cento (cfr. figura 1). Il forte incremento delle richieste nella prima metà del 2000 è riconducibile al fatto che la maggior parte del periodo in oggetto è stato caratterizzato da

Figura 1

Andamento delle percentuali di riparto nelle aste a tasso fisso

(in percentuale delle richieste)



Fonte: BCE.

aspettative del mercato di un aumento del tasso di interesse e da tassi di mercato monetario a breve termine notevolmente più elevati rispetto al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. Ciò rendeva appetibile per le banche richiedere ingenti quote di liquidità alla banca centrale.

La nuova procedura d'asta introduce un incentivo legato al prezzo offerto, che garantisce che le controparti ammesse presentino richieste più strettamente correlate al proprio fabbisogno.

2 La procedura d'asta

La nuova procedura d'asta presenta le seguenti caratteristiche principali. Le controparti ammesse possono presentare richieste per un massimo di dieci diversi livelli del tasso di interesse. Per ogni richiesta essi dichiarano l'importo che sono disponibili ad acquisire dall'Eurosistema e il rispettivo tasso di interesse. Le richieste a un tasso inferiore a quello minimo vengono scartate. Nella procedura di aggiudicazione, la BCE ordina le richieste in base al tasso offerto in senso decrescente. Le richieste che presentano tassi di interesse più elevati sono accettate per prime, mentre quelle che prevedono tassi progressivamente più bassi vengono accolte fino a

Il cambiamento della procedura d'asta non va inteso come una modifica dell'orientamento della politica monetaria, che in precedenza veniva indicato attraverso il tasso applicato alle aste a tasso fisso. La decisione di fissare il tasso minimo al 4,25 per cento evidenzia la continuità dell'orientamento della politica monetaria.

Il Consiglio direttivo ha anche sottolineato che si riserva la facoltà di ripristinare la procedura d'asta a tasso fisso, se e quando lo ritenesse opportuno.

esaurimento dell'ammontare complessivo di liquidità da aggiudicare. Se, in corrispondenza del tasso di interesse più basso tra quelli accolti (tasso di interesse marginale), l'ammontare complessivo delle richieste supera l'importo residuo da assegnare, quest'ultimo verrà ripartito pro quota tra le richieste presentate.

Per una descrizione dettagliata della procedura d'asta a tasso variabile si rimanda al Capitolo 5 del documento della BCE intitolato *La politica monetaria unica nella Terza fase – Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC*, del settembre 1998.

3 La pubblicazione del fabbisogno di liquidità stimato

Come già accennato, il passaggio alla nuova procedura d'asta è stato accompagnato dalla decisione di pubblicare una stima del fabbisogno complessivo di liquidità del sistema bancario. Questa misura dovrebbe agevolare le controparti ammesse nel decidere le proprie richieste.

Il fabbisogno di liquidità del sistema bancario è connesso a due fattori: il primo è l'obbligo di riserva, che deve essere rispettato in media nel corso di un periodo di mantenimento delle riserve, della durata di un mese; il secondo è il risultato netto di tutti gli altri fattori che influenzano il bilancio consolidato dell'Eurosistema, il cui effetto è, nel complesso, un assorbimento di liquidità. I più importanti fra questi, che sono denominati "fattori autonomi", sono i depositi netti delle Amministrazioni pubbliche presso

l'Eurosistema e le banconote e le attività finanziarie in corso di compensazione (*net float*; cfr. il riquadro seguente). La BCE pubblica le stime relative all'obbligo di riserva e ai fattori autonomi separatamente, attraverso i servizi di informazione su rete telematica.

La BCE desume la propria stima dei fattori autonomi dalle informazioni fornite dalle banche centrali nazionali. La stima viene pubblicata regolarmente, in concomitanza con l'annuncio delle operazioni di rifinanziamento principali, di norma tutti i lunedì alle ore 15.30. La stima pubblicata per questa componente del fabbisogno di liquidità consiste nella media dei fattori autonomi dal giorno dell'annuncio dell'operazione di rifinanziamento principale fino al giorno (compreso) che precede il regolamento della successiva

operazione di rifinanziamento principale. Se questo intervallo di tempo si estende oltre la fine di un periodo di mantenimento delle riserve, vengono fornite due stime: una relativa ai giorni fino alla fine del periodo di mantenimento e l'altra per i giorni successivi al termine di tale periodo.

Delle due componenti del fabbisogno di liquidità, l'obbligo di riserva è generalmente noto con un elevato grado di precisione. Tuttavia, poiché l'aggregato soggetto a riserva usato per il calcolo dell'obbligo coincide in larga misura con l'aggregato monetario M3, la stima dell'obbligo di riserva non è disponibile fino al momento della pubblicazione di M3, che avviene di norma alcuni giorni dopo l'inizio del periodo di mantenimento.

La stima dei fattori autonomi è invece soggetta a un maggior grado di incertezza. Nei primi sei mesi del 2000, la deviazione standard della differenza tra il valore stimato dei fattori autonomi una settimana prima e il corrispondente valore effettivo è risultata pari a 1,4 miliardi di euro. La tavola I riporta i dati settimanali usati in questo esercizio.

Le controparti ammesse devono essere consapevoli del fatto che la BCE deve tener conto anche di altri fattori per decidere in merito all'aggiudicazione. In primo luogo, essa deve tenere in considerazione la liquidità fornita dalle operazioni di mercato aperto in essere; in secondo luogo, deve valutare il deficit o il surplus di riserve accumulatosi in ogni momento rispetto all'obbligo di riserva medio; in terzo luogo, deve tenere conto del fatto che, di norma, le controparti detengono un certo ammontare di riserve in eccesso (in

Tavola I

Stime settimanali del valore medio dei fattori autonomi, valori realizzati e relativi scostamenti dalla stima nel corso del 2000

(miliardi di euro)

Data della stima	Valore stimato	Valore realizzato	Errore
10 gennaio	88,3	90,0	1,7
17 gennaio	89,6	91,1	1,5
24 gennaio	99,9	100,7	0,8
31 gennaio	93,2	93,6	0,4
7 febbraio	91,2	90,2	-1,0
14 febbraio	87,8	86,0	-1,8
21 febbraio	92,9	94,5	1,6
28 febbraio	95,7	94,9	-0,8
3 marzo	93,9	95,0	1,0
13 marzo	88,9	89,5	0,6
20 marzo	93,3	92,5	-0,9
27 marzo	88,9	87,3	-1,6
3 aprile	83,6	84,8	1,1
10 aprile	85,3	86,2	0,9
17 aprile	83,0	84,8	1,8
25 aprile	91,6	92,0	0,4
2 maggio	89,4	90,0	0,6
8 maggio	87,5	89,8	2,3
15 maggio	82,4	83,1	0,7
22 maggio	90,4	88,6	-1,8
29 maggio	84,3	85,9	1,6
5 giugno	83,1	85,9	2,8
13 giugno	84,0	85,2	1,2
19 giugno	87,6	85,8	-1,9
Deviazione standard	4,5	4,3	1,4
Media	89,0	89,5	0,5

Fonte: BCE.

passato pari, in media, a circa 0,7 miliardi di euro al giorno). Ulteriori considerazioni che influenzano la decisione finale sull'ammontare da aggiudicare da parte della BCE riguardano, ad esempio, l'obiettivo di assicurare che il rispetto degli obblighi di riserva possa aver luogo senza tensioni, nonché il livello dei tassi di interesse.

Riquadro

I fattori autonomi

I fattori autonomi rappresentano di gran lunga la maggiore fonte di incertezza nella valutazione del futuro fabbisogno di liquidità del sistema bancario. Il presente riquadro discute l'evoluzione recente delle componenti più rilevanti.

I fattori autonomi possono essere classificati in quattro categorie: depositi netti delle Amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema, banconote, attività finanziarie in corso di compensazione (*net float*) e una categoria miscelanea in cui rientrano diverse voci di bilancio quali riserve valutarie, titoli emessi da residenti nell'area, conti di rivalutazione, capitale e riserve.

Nei primi 18 mesi dell'Unione monetaria il totale dei fattori autonomi è variato tra 45 e 125 miliardi di euro, con una media pari a 78 miliardi (la serie degli importi giornalieri dei fattori autonomi, pubblicata ex post dalla BCE, è

riportata nella figura seguente). Nel corso di tale periodo la variazione media giornaliera dei fattori autonomi è stata prossima a zero (0,03 miliardi di euro). La deviazione standard di queste variazioni è stata pari a 5,1 miliardi di euro. Nell'ipotesi di una distribuzione normale delle variazioni, ciò significa che statisticamente in circa cinque giorni ogni 100 si verificherà una variazione del totale dei fattori autonomi il cui valore assoluto supera i 10 miliardi di euro.

Totale dei fattori autonomi ¹⁾

(dati giornalieri; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

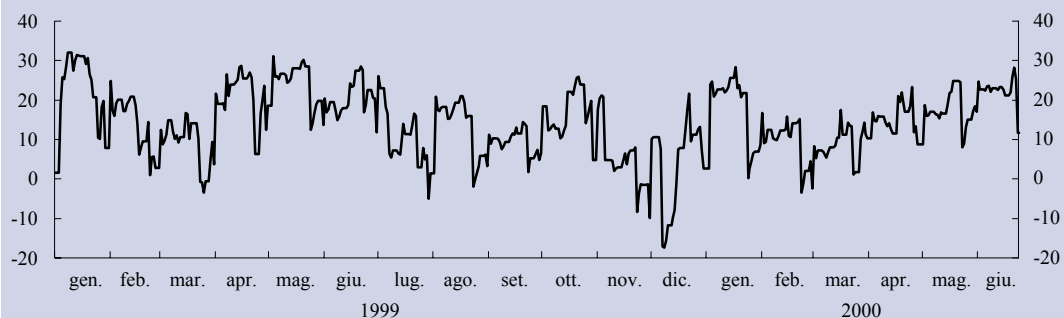
1) I fattori autonomi sono definiti come somma di tutte le poste del bilancio della Banca centrale diverse dalle operazioni di politica monetaria e dai conti correnti detenuti presso di essa dalle controparti.

La volatilità di alcune voci rende difficile prevedere correttamente l'evoluzione dei fattori autonomi. I più variabili in assoluto sono i depositi netti delle Amministrazioni pubbliche, seguiti dalle banconote e dalle attività finanziarie in corso di compensazione (*net float*). Le deviazioni standard di questi tre elementi sono state pari a 5,0, 1,0 e 0,8 miliardi di euro rispettivamente.

I flussi di tesoreria influenzano le condizioni di liquidità soltanto se le Amministrazioni pubbliche detengono il proprio conto di deposito principale presso la banca centrale; sono invece ininfluenti se il conto di deposito è detenuto presso

Depositi netti delle Amministrazioni pubbliche

(dati giornalieri; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

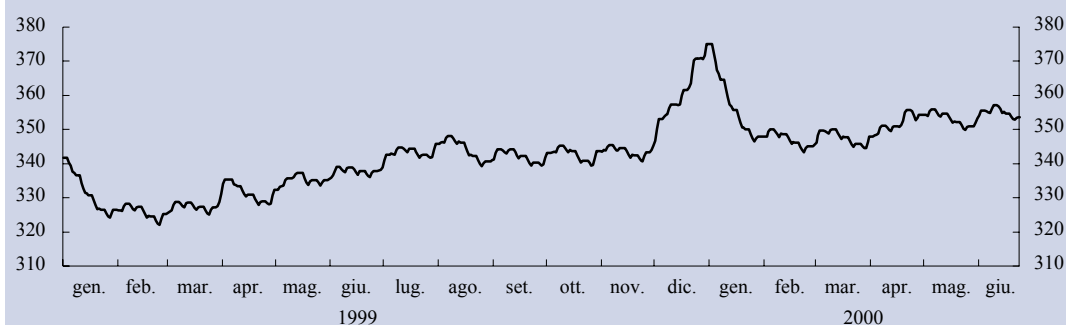
banche commerciali. Il prevalere dell'uno o dell'altro di questi due modelli dipende dagli accordi istituzionali e dal tipo di remunerazione sui depositi offerto dalla banca centrale in ciascun paese. Una descrizione dettagliata dei modelli applicati in tutta l'area dell'euro è disponibile nel sito della BCE (all'indirizzo: www.ecb.int) e nel numero di luglio 1999 di questo Bollettino (pagg. 15-16). Nella prima metà del 2000, in Irlanda e Portogallo sono state introdotte delle riforme che hanno considerevolmente ridotto la volatilità dei depositi delle Amministrazioni pubbliche in questi due Stati membri. La figura che precede mostra l'evoluzione dei depositi netti delle Amministrazioni pubbliche detenuti presso l'Eurosistema nei primi 18 mesi dell'Unione monetaria.

L'ammontare delle banconote in circolazione mostra un andamento settimanale, mensile e annuale piuttosto regolare attorno a una tendenza crescente (cfr. la figura seguente). Queste regolarità riflettono le circostanze che influenzano l'uso delle banconote, quali le abitudini di consumo, i periodi di vacanza e, in particolare, il periodo degli acquisti natalizi. Un'irregolarità nella serie si può osservare nel periodo che ha preceduto la transizione all'anno 2000, quando la domanda di banconote crebbe più bruscamente rispetto al precedente periodo natalizio, per poi scendere di nuovo in gennaio.

Infine, la volatilità delle attività finanziarie in corso di compensazione dipende dalle caratteristiche del sistema di pagamento. Nell'area dell'euro soltanto alcuni sistemi di pagamento nazionali, in particolare quelli di Germania, Spagna e Francia, contribuiscono in misura sostanziale alla volatilità di questo fattore.

Circolante

(dati giornalieri; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

4 L'esito delle prime due operazioni di rifinanziamento principali condotte con la procedura d'asta a tasso variabile

Le prime due operazioni di rifinanziamento principali condotte con la nuova procedura d'asta, regolate il 28 giugno e il 5 luglio 2000, si sono svolte senza problemi. Le richieste complessivamente pervenute sono state pari a circa il doppio dell'importo aggiudicato. Ciò ha segnato un chiaro cambiamento di tendenza rispetto alla procedura d'asta a tasso fisso. Gli istituti di credito che hanno presentato richieste in queste due operazioni sono stati tra 700 e 800, un livello di partecipazione analogo a quello del precedente sistema. Sembra pertanto che la novità della procedura d'asta non abbia influenzato il grado di partecipazione delle controparti.

In entrambe le operazioni di rifinanziamento principali condotte con la procedura d'asta a tasso variabile il tasso di interesse marginale è stato pari al 4,29 per cento, 4 punti base al di sopra del tasso minimo del 4,25 per cento.

Una valutazione più dettagliata della nuova procedura sarà possibile solo in un secondo momento, una volta maturata la necessaria esperienza. Tuttavia, stando alle indicazioni iniziali, sembrerebbe che il sistema bancario abbia prontamente adeguato il proprio comportamento in asta alla nuova procedura.

La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro

Il meccanismo di trasmissione monetaria è costituito dai diversi canali attraverso cui le azioni di politica monetaria influenzano l'economia e in particolare il livello dei prezzi. Una buona comprensione del meccanismo di trasmissione rappresenta un presupposto importante per l'adozione di una politica monetaria appropriata, in quanto consente di valutare la portata e i tempi delle decisioni adeguate per il mantenimento della stabilità dei prezzi.

Questo articolo passa in rassegna gli aspetti principali del meccanismo di trasmissione della politica monetaria dell'area dell'euro. La conoscenza dei diversi canali di trasmissione è in ogni caso necessariamente limitata, poiché la simultaneità degli shock, il mutamento tecnologico e strutturale e gli effetti dei provvedimenti di politica rendono assai difficile una valutazione precisa degli effetti della politica monetaria. Inoltre, l'introduzione nell'area dell'euro di un nuovo regime di politica economica potrebbe aver modificato, e continuare a modificare, alcune relazioni economiche e in numerosi settori un quadro statistico ed econometrico per l'analisi economica dell'area dell'euro nella sua totalità è ancora in fase di sviluppo. In un tale contesto, è importante non affidarsi troppo ad un unico paradigma, ma adottare un'impostazione analitica aperta e flessibile. La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, che assegna un ruolo di primo piano alla moneta e comprende una valutazione di ampio respiro delle prospettive per la dinamica dei prezzi e dei rischi per la loro stabilità, è concepita tenendo presenti queste caratteristiche. Inoltre, il considerevole grado di incertezza riguardo all'intensità e ai tempi degli effetti delle azioni di politica monetaria sconsiglia un approccio di tipo eccessivamente attivista, finalizzato al fine-tuning della dinamica dei prezzi.

Di norma, si considerano due fasi del meccanismo di trasmissione: nella prima, le variazioni delle condizioni del mercato monetario influenzano quelle del mercato finanziario, riflettendosi nei prezzi delle attività e nelle condizioni generali di liquidità e di credito; nella seconda, tali variazioni delle condizioni del mercato finanziario influenzano la spesa e i prezzi. Questo articolo illustra come i tempi e l'importanza dei diversi canali in ciascuna delle due fasi dipendano dalla struttura economica e finanziaria dell'area dell'euro e mette in risalto l'importanza del ruolo svolto dalle aspettative di inflazione nel determinare i tempi e le dimensioni degli effetti della politica monetaria.

I Introduzione

L'obiettivo principale della politica monetaria dell'Eurosistema è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Le decisioni di politica monetaria si trasmettono attraverso l'economia in una varietà di modi, che hanno tutti un effetto indiretto sull'evoluzione dei prezzi di beni e servizi. "Meccanismo di trasmissione monetaria" è il termine usato per indicare la combinazione di diversi canali attraverso cui, spesso dopo intervalli di tempo lunghi, variabili e non completamente prevedibili, la politica monetaria influenza la produzione e i prezzi.

Il funzionamento del meccanismo di trasmissione si articola sostanzialmente in due fasi principali: nella prima, le variazioni del tasso di interesse di riferimento o della base monetaria determinano variazioni nelle condizioni del mercato finanziario, riflettendosi sui tassi di interesse di mercato, sui prezzi delle attività, sul tasso

di cambio e sulle condizioni generali di liquidità e di credito dell'economia; nella seconda, le variazioni delle condizioni del mercato finanziario determinano variazioni della spesa nominale per beni e servizi da parte delle famiglie e delle imprese. Anche se nel lungo termine queste variazioni nominali non influenzeranno il settore reale dell'economia ma soltanto il livello generale dei prezzi, nel breve termine esse possono avere un impatto sull'attività economica, in relazione al grado di rigidità dei prezzi e più in generale alla flessibilità dell'economia. Vi sono inoltre canali di trasmissione più diretti, il più importante dei quali è rappresentato dagli effetti delle azioni di politica monetaria sulle aspettative di inflazione, che possono direttamente influenzare la determinazione dei prezzi.

L'analisi e l'osservazione sistematica dei diversi canali di trasmissione degli impulsi di politica

monetaria sono rese complesse da due fattori. In primo luogo, la dinamica della trasmissione della politica monetaria è in continua evoluzione in risposta alle variazioni dei comportamenti economici e della struttura istituzionale. Al momento questo sembra essere il caso dell'area dell'euro, per effetto del cambiamento strutturale in atto, specie nel settore finanziario, in parte dovuto all'introduzione dell'euro e all'adozione della politica monetaria unica. Inoltre altre forze, quali il cambiamento tecnologico o le variazioni demografiche, possono alterare in misura significativa le modalità di funzionamento dell'economia. Il meccanismo di trasmissione è quindi circondato da un notevole grado d'incertezza.

In secondo luogo, va tenuto presente che la politica monetaria non agisce isolatamente. La dinamica di breve periodo dei prezzi nell'area dell'euro è influenzata da una serie di fattori interni ed esterni non legati alla politica monetaria. Ad esempio, il rapido rincaro del petrolio nella seconda metà del 1999 e nei primi mesi del 2000 ha esercitato una considerevole influenza sull'inflazione, misurata dall'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). La banca centrale deve separare gli effetti di questi shock da altri fattori e dall'impatto della propria politica. La simultaneità degli shock esterni, il cambiamento tecnologico e strutturale e la trasmissione delle variazioni della politica monetaria fanno sì che per la banca centrale sia difficile identificare con precisione gli effetti delle proprie azioni.

Una migliore comprensione dei diversi processi di trasmissione può aiutare a migliorare la conduzione della politica monetaria sotto molti

punti di vista. In primo luogo, a causa dei ritardi che caratterizzano il meccanismo di trasmissione, la politica monetaria deve essere orientata al futuro. Questo orientamento viene posto in risalto nell'ambito della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema (cfr. ad esempio l'articolo *La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità* nel numero di gennaio 1999 di questo Bollettino). La conoscenza dei ritardi e della efficacia del meccanismo di trasmissione consente di stimare i tempi e la portata delle decisioni sul tasso di interesse da adottare per tenere a freno i futuri aumenti dei prezzi ed è inoltre necessaria per valutare la misura in cui devono ancora finire di esplicarsi gli effetti delle precedenti decisioni di politica monetaria.

Inoltre, una migliore comprensione dei diversi canali di trasmissione, anche se necessariamente incompleta, agevola la valutazione degli indicatori più utili per l'esame dell'orientamento della politica monetaria. Le notevoli dimensioni e la relativa chiusura dell'economia dell'area dell'euro comportano ad esempio che il canale del tasso di cambio sia probabilmente meno rilevante nell'ambito del meccanismo di trasmissione rispetto al ruolo che esso svolge in economie di minori dimensioni, per le quali il commercio estero è più importante. Per contro, le indicazioni secondo cui gli andamenti degli aggregati monetari ampi possiedono proprietà previsive significative per l'inflazione futura suggeriscono che la moneta svolge un ruolo nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria nell'area dell'euro. Queste indicazioni sono state importanti ai fini della definizione della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema.

2 L'inflazione come fenomeno monetario: il ruolo della moneta e del credito

Il punto di vista generalmente condiviso è che, in definitiva, l'inflazione è un fenomeno monetario. Un aumento o un calo consistente dell'inflazione non può avvenire senza essere causato o agevolato da variazioni del tasso di crescita della moneta. La relazione di lungo periodo fra la moneta e i prezzi caratterizza praticamente tutti i modelli teorici ed è empiricamente rilevante in numerose dimensioni: fra paesi, nel tempo,

attraverso regimi monetari e per diversi aggregati monetari.

La relazione tra la moneta, il livello dei prezzi e la produzione può essere facilmente analizzata mediante la cosiddetta equazione quantitativa, che mette in relazione la quantità di moneta e i prezzi, il prodotto e la velocità di circolazione della moneta (il reciproco del rapporto tra la

moneta e il reddito nominale). Nel lungo periodo, le tendenze della velocità di circolazione e del prodotto sono indipendenti dal tasso di crescita della moneta. Di conseguenza, una crescita monetaria eccessiva e persistente tende ad essere associata a un'inflazione persistente. L'equazione quantitativa sta alla base del calcolo del valore di riferimento dell'Eurosistema per la crescita di M3 (per ulteriori informazioni cfr. l'articolo *Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema* nel numero di febbraio 1999 di questo Bollettino). La figura 1 illustra la stretta correlazione tra gli andamenti tendenziali del tasso di crescita della moneta e del tasso di inflazione nell'area dell'euro.

Chiaramente, nel breve-medio termine l'utilità della moneta come indicatore delle pressioni inflazionistiche dipende dalla prevedibilità della velocità di circolazione della moneta o, in altre parole, dalla stabilità delle funzioni di domanda di moneta stimate. Le formulazioni standard della domanda di moneta mettono in relazione gli aggregati monetari con il prodotto, il livello dei

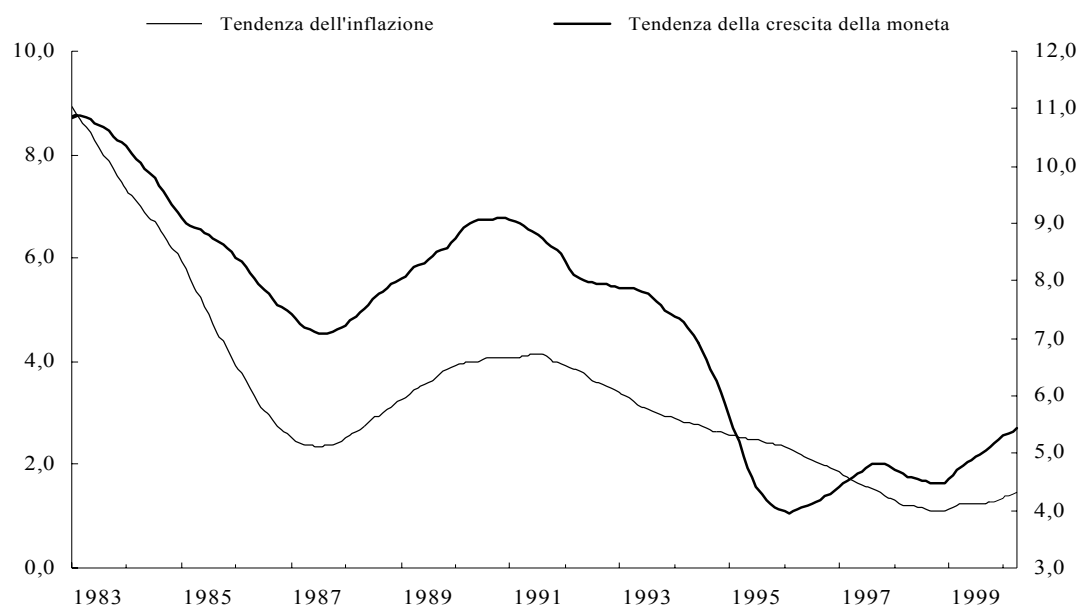
prezzi e altre variabili macroeconomiche, quali i tassi di interesse nominali. Anche se si dovrebbe essere consapevoli delle incertezze legate al cambiamento di regime monetario, l'evidenza disponibile suggerisce che nell'area dell'euro esiste una funzione di domanda di moneta stabile. Inoltre, gli scostamenti dei quantitativi di moneta effettivamente detenuti rispetto ai livelli previsti da tali funzioni sembrano anticipare futuri aumenti dei prezzi, risultando talvolta più efficaci di indicatori più tradizionali quali le varie misure del differenziale fra il prodotto effettivo e quello potenziale, in particolare su orizzonti temporali più lunghi.

Come già accennato, la trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia dipende da una complessa combinazione di diversi canali che spesso si intrecciano, mediante i quali sia i prezzi che le quantità sono soggetti ad aggiustamenti. Il ruolo preciso della moneta e del credito nell'ambito di questi processi di trasmissione è ancora al centro di un intenso dibattito. Alcuni economisti escludono che la moneta svolga un ruolo attivo: essi ritengono

Figura 1

Andamento tendenziale del tasso di crescita della moneta e dell'inflazione nell'area dell'euro

(dati mensili)



Nota: La tendenza della crescita della moneta è la media mobile a 24 mesi della variazione percentuale sui 12 mesi di M3. La tendenza dell'inflazione è la media mobile a 24 mesi della variazione percentuale sui 12 mesi dei prezzi al consumo (IPC fino a gennaio del 1996, IACP successivamente).

che la trasmissione degli impulsi monetari avvenga principalmente attraverso i tassi di interesse e i prezzi di altre attività finanziarie e il loro effetto sulla spesa e sull'inflazione. La moneta e il credito svolgerebbero quindi soltanto un ruolo passivo nel momento in cui le banche effettuano un'espansione o una contrazione delle proprie attività e passività per adeguarsi alle variazioni della domanda. Secondo questo punto di vista, gli indicatori monetari e creditizi sarebbero utili soltanto come variabili informative, cioè nella misura in cui forniscono informazioni anticipate sulle variazioni della spesa nominale, ad esempio, poiché si rendono disponibili prima. Altri economisti ritengono invece che il processo di creazione della moneta e del credito, che inizia dalla base monetaria (comprendente il circolante e i depositi delle istituzioni finanziarie presso la banca centrale), svolga un ruolo causale attivo nella trasmissione degli impulsi monetari. Secondo questo punto di vista, un'eccessiva creazione di moneta non sarebbe immediatamente riassorbita attraverso le variazioni dei prezzi delle attività finanziarie e potrebbe

influenzare direttamente la spesa poiché le banche, i consumatori e le imprese effettuano gradualmente una ricomposizione dei propri bilanci per arrivare a detenere i quantitativi di moneta desiderati.

Alla luce dell'evidenza empirica esistente, l'idea che la creazione di moneta svolga un ruolo attivo nel processo di trasmissione non può essere né data per scontata né facilmente scartata. D'altro canto, è difficile trovare un ruolo strutturale per la moneta nei modelli macroeconomici più tradizionali in cui le tensioni sui prezzi e le pressioni salariali scaturiscono principalmente da squilibri nei mercati dei beni e del lavoro. La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, che attribuisce un ruolo di primo piano alla moneta e comprende una valutazione di ampio respiro delle prospettive per la futura dinamica dei prezzi, garantisce che si tenga conto di entrambi i paradigmi, affrontando nel contempo alcune delle fondamentali incertezze riguardo alla trasmissione della politica monetaria.

3 L'importanza delle aspettative e della strategia orientata alla stabilità

Quando si analizza il meccanismo di trasmissione monetaria, l'importanza attribuita alla formazione delle aspettative da parte dei diversi operatori economici non è mai eccessiva. Il ruolo delle aspettative si desume dalla loro influenza sul comportamento effettivo degli agenti. In genere, le famiglie e le imprese devono prendere decisioni che avranno conseguenze nel futuro. Le famiglie decidono ad esempio l'ammontare dei consumi e quello del risparmio, e in questo modo determinano le proprie possibilità di consumo future. Le imprese devono decidere in merito agli investimenti, e in questo modo determinano la propria capacità produttiva futura. I lavoratori o i loro rappresentanti contrattano con le imprese i salari futuri, e in questo modo determinano i redditi e i costi futuri. Pertanto, in generale gli operatori del mercato decideranno la direzione e la portata delle proprie azioni con lungimiranza, tenendo conto delle proprie aspettative riguardo ai futuri aumenti dei prezzi e all'andamento economico complessivo.

Il ruolo chiave delle aspettative nel funzionamento dell'economia ha una serie di implicazioni significative per il meccanismo di trasmissione monetaria e la conduzione della politica monetaria in generale. In primo luogo, la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, che mette al centro la stabilità dei prezzi nel medio termine, svolge un ruolo importante nell'ancorare le aspettative di inflazione su livelli moderati. Le variazioni delle aspettative di inflazione possono infatti avere un notevole impatto sui futuri aumenti dei prezzi esercitando un'influenza diretta sulla determinazione di questi ultimi. Esse svolgono ad esempio un ruolo importante nei mercati del lavoro in cui le contrattazioni salariali vengono effettuate tenendo conto degli sviluppi che ci si attendono per il futuro, come avviene abbastanza comunemente nell'area dell'euro. Nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, la precisa definizione della stabilità dei prezzi è un elemento chiave in quanto guida gli operatori nell'adozione di decisioni lungimiranti basate su aspettative di stabilità dei prezzi.

In secondo luogo, gli effetti di una variazione dei tassi di interesse della BCE sui mercati finanziari e sull'intera economia dipenderanno dal fatto che tale intervento sia anticipato o meno e, più in generale, dalla maniera in cui esso influenzerà le aspettative riguardo alle future decisioni sui tassi di interesse e ai futuri livelli di produzione e inflazione. Il fatto che sia generalmente difficile misurare le aspettative o, ancora di più, prevedere come risponderanno all'arrivo di nuove informazioni, aggiunge un ulteriore elemento di incertezza alla valutazione del meccanismo di trasmissione.

In terzo luogo, il ruolo chiave delle aspettative comporta che, oltre all'entità delle misure di politica monetaria o al momento in cui esse vengono attuate, il contesto in cui si collocano sia importante per spiegarne gli effetti. Anche in questo caso, il ruolo della strategia di politica monetaria

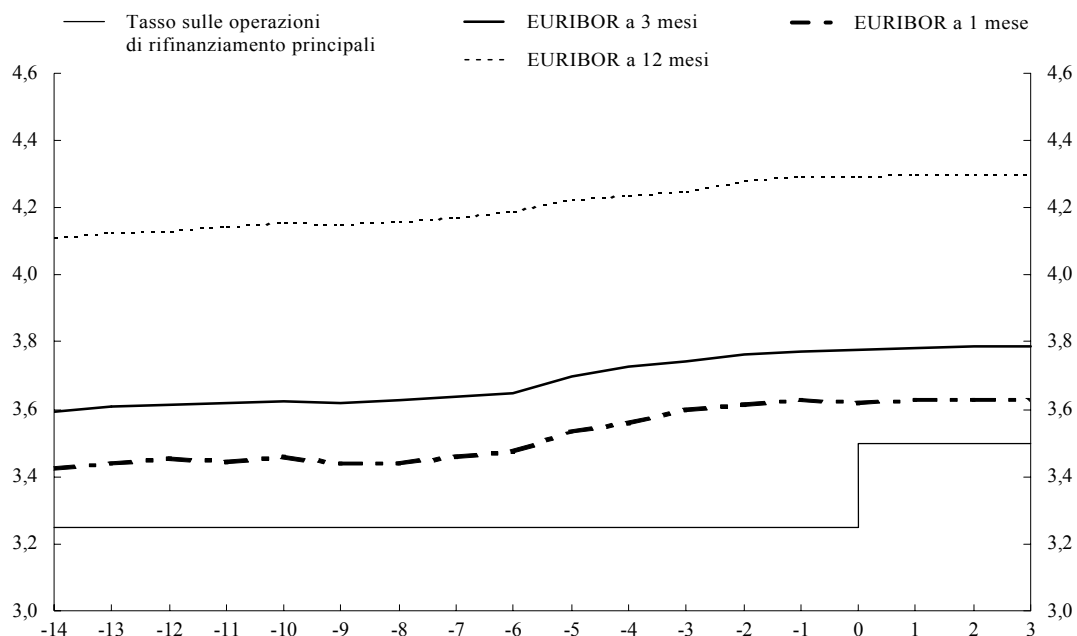
dell'Eurosistema, e la sua credibilità, nel guidare le aspettative può essere considerato parte integrante del più ampio processo di trasmissione della politica monetaria. Quando i mercati finanziari e, più in generale, gli operatori del mercato avranno compreso gli obiettivi della politica monetaria e la maniera in cui i tassi di interesse vengono fissati per il loro conseguimento, essi anticiperanno in linea di massima gli interventi di politica monetaria e agevoleranno in questo modo il compito della banca centrale. I mercati obbligazionari, ad esempio, anticiperanno automaticamente l'aumento dei tassi di riferimento, in termini nominali e reali, quando registreranno segnali di pressioni inflazionistiche. Il conseguente aumento dei tassi di interesse di mercato a breve-medio termine avrà un impatto restrittivo sull'economia e aiuterà quindi la banca centrale a mantenere la stabilità dei prezzi.

4 Dalle variazioni del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali alle variazioni delle condizioni del mercato finanziario e del mercato delle attività

La catena causale del meccanismo di trasmissione monetaria dell'area dell'euro ha inizio con la variazione dei tassi di interesse della BCE (tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti) e con le conseguenti variazioni delle condizioni del mercato monetario. Gli altri tassi di interesse, il tasso di cambio e i prezzi delle attività si adegueranno alle nuove condizioni del mercato monetario con ritardi variabili. Si potranno inoltre verificare eventuali adeguamenti delle condizioni non di prezzo, quali la disponibilità di credito nei relativi mercati. L'entità, la direzione e i tempi di queste variazioni dipenderanno in generale dalla struttura dei mercati finanziari e dalle caratteristiche economiche degli operatori del mercato. In particolare, il livello di concorrenza, la liquidità dei mercati e il margine di arbitraggio fra diversi strumenti finanziari avranno un effetto diretto sui collegamenti del mercato finanziario e del mercato delle attività.

Prima di approfondire il discorso su queste variazioni delle condizioni del mercato finanziario indotte da misure di politica monetaria, vale la pena richiamare ancora una volta l'attenzione su

due sfide che qualsiasi analisi empirica di questi canali di trasmissione dovrà affrontare. In primo luogo, le variazioni delle condizioni del mercato finanziario in parte anticiperanno, anziché seguire con un certo ritardo, le decisioni di politica monetaria quando queste ultime sono ampiamente previste. A titolo esemplificativo, la figura 2 mostra l'evoluzione media dei tassi di interesse di mercato a breve termine prima degli interventi decisi dal Consiglio direttivo della BCE il 3 febbraio, il 16 marzo e il 27 aprile 2000, quando il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato innalzato ogni volta di 25 punti base. Si può osservare che i tassi di mercato hanno iniziato a portarsi sui nuovi livelli diversi giorni prima della data di variazione del tasso di interesse di riferimento e non sono praticamente mutati al momento del cambiamento. Ciò indica che i mercati hanno ampiamente anticipato le variazioni del tasso di riferimento e che pertanto i tassi di interesse sono aumentati prima anziché dopo l'intervento. In secondo luogo, nell'ambito di una strategia di politica monetaria orientata alla stabilità, le misure di politica monetaria saranno normalmente prese in risposta ad andamenti economici comportanti rischi per la stabilità

Figura 2**Andamento medio dei tassi d'interesse prima e dopo le decisioni della BCE***(dati giornalieri)**Fonte: BCE.**Nota: il giorno 0 è il giorno dell'aumento di 25 punti base del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.**I tassi di interesse sono medie dei tassi rilevati da 14 giorni prima a 3 giorni dopo le decisioni di politica monetaria del 3 febbraio, 16 marzo e 27 aprile del 2000.*

dei prezzi. Naturalmente, i mercati finanziari saranno anche influenzati da questi shock economici. È spesso estremamente difficile separare gli effetti di un'azione di politica monetaria dagli effetti diretti di questi shock sui mercati finanziari e sull'economia in generale.

In seguito a una variazione delle condizioni del mercato monetario, le opportunità di arbitraggio determinano di solito rapidi adeguamenti degli altri prezzi dei mercati finanziari e delle attività. Tuttavia, per l'importante ruolo svolto dalle aspettative, l'entità e persino il segno di questi effetti dopo l'intervento sui tassi di interesse non sono privi di ambiguità.

La teoria delle aspettative della struttura a termine dei tassi di interesse parte ad esempio dal presupposto che i tassi di interesse nominali a più lungo termine dovrebbero essere pari approssimativamente alla media dei tassi a breve termine correnti e di quelli futuri attesi per la durata dell'investimento a più lungo termine. La maniera in cui una variazione inaspettata dei tassi

a breve termine correnti influenza i tassi a più lungo termine dipende pertanto dal suo impatto sull'andamento futuro atteso del tasso nominale a breve termine. Quando ci si aspetta che la variazione persista, in generale anche i tassi a più lungo termine varieranno nella stessa direzione. Per contro, quando ci si aspetta una rapida inversione di tendenza della variazione, i tassi a più lungo termine potrebbero non essere influenzati in misura particolarmente consistente, o potrebbero persino scendere se l'azione di politica monetaria determina una diminuzione delle aspettative di inflazione. L'andamento della curva dei rendimenti dell'area dell'euro dall'inizio del 1999 ha subito notevoli variazioni per effetto delle revisioni dell'evoluzione futura attesa dei tassi di interesse a breve termine (cfr. l'articolo *Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria* nel numero di maggio 2000 di questo Bollettino).

Uno dei fattori alla base delle revisioni delle aspettative dopo l'adozione di misure di politica monetaria è proprio la credibilità di quest'ultima.

Se si ritiene che la banca centrale agisca tempestivamente per il mantenimento della stabilità dei prezzi, le aspettative di inflazione e quindi i tassi di interesse nominali futuri attesi potrebbero non essere particolarmente influenzati. Di conseguenza, i tassi di interesse a lungo termine si manterranno relativamente stabili. In effetti, nei paesi caratterizzati da un'inflazione stabilmente bassa la sensibilità delle variazioni dei tassi a lungo termine a un cambiamento inaspettato del tasso di riferimento è generalmente risultata inferiore rispetto a quella osservata nei paesi con un'inflazione elevata e variabile. Inoltre, i tassi di interesse a più lungo termine possono anche incorporare altri fattori, quali premi di liquidità o per il rischio di inflazione, che possono mutare nel tempo e in risposta alle variazioni della politica monetaria.

Un'altra condizione di arbitraggio, quella della parità scoperta d'interesse, presuppone una connessione tra i differenziali tra i tassi di interesse nominali in diverse valute e il loro tasso di cambio nominale. Questa condizione implica che il differenziale tra il tasso di interesse interno e quello estero è all'incirca pari al deprezzamento atteso del tasso di cambio durante il periodo di detenzione; l'investitore dovrebbe cioè aspettarsi di ottenere lo stesso rendimento sul capitale investito in diverse valute. Anche in questo caso si può prevedere che la relazione si realizzi soltanto in maniera approssimativa, poiché i premi per il rischio di cambio, di liquidità e di altra natura possono creare uno scarto rispetto ai rendimenti attesi. Nella pratica, l'evidenza empirica non sostiene in modo significativo l'ipotesi della parità scoperta d'interesse quando questa è sottoposta a verifica congiuntamente con quella delle aspettative razionali nel mercato dei cambi. Di norma, l'impatto effettivo delle variazioni dei tassi di interesse a breve termine sul tasso di cambio dipende dalla maniera in cui sono influenzate le aspettative riguardo alle variazioni future dei tassi di interesse e altre variabili economiche.

Infine, le variazioni dei tassi di interesse di mercato potrebbero influire anche sul valore di mercato dei valori mobiliari e delle attività reali, quali azioni, titoli e beni immobili. Le condizioni di arbitraggio equiparano il valore delle

attività mobiliari e reali ai loro rendimenti futuri attualizzati. Il prezzo di un'azione può essere, ad esempio, interpretato come il valore attuale dei dividendi futuri, che a loro volta dipendono dai futuri profitti dell'impresa. Di conseguenza, un aumento dei tassi di interesse potrebbe ripercuotersi sui prezzi delle attività attraverso due diversi canali. Il primo si basa sul tasso di sconto intertemporale: all'aumentare dei tassi di interesse, ai flussi monetari futuri si applica un tasso di sconto più elevato, che fa diminuire il valore attuale. Il secondo si basa invece sull'effetto dell'aumento dei tassi di interesse sugli utili futuri. Questo canale risulta particolarmente rilevante per le azioni: un aumento dei tassi di interesse fa salire i costi finanziari delle imprese e può avere un impatto negativo sulla domanda dei loro prodotti. Ciò determina di norma un calo dei profitti, che a sua volta si ripercuoterà negativamente anche sui corsi azionari. Se poi la diminuzione dei profitti è associata a un maggiore rischio di mancato pagamento, anche i premi per il rischio sui titoli potrebbero aumentare. Tuttavia, come sopra illustrato, un incremento dei tassi di riferimento può anche contribuire alla diminuzione dei premi per il rischio di inflazione e dei tassi di interesse a più lungo termine, che potrebbe avere un effetto positivo sul valore di mercato dei valori mobiliari e delle attività.

La trasmissione attraverso il settore bancario

I tassi di interesse di mercato finiscono anche per influenzare tutto il ventaglio dei tassi di interesse al dettaglio nei mercati del credito e dei depositi. Questi tassi rappresentano i prezzi dell'allocazione intertemporale delle risorse per numerosi agenti economici. Nell'area dell'euro gran parte dell'indebitamento degli operatori economici passa ancora attraverso l'intermediazione del settore delle IFM. Alla fine del 1999 le consistenze del credito erogato dalle IFM alle imprese dell'area dell'euro erano pari al 45,2 per cento del PIL. Nello stesso periodo il valore dei titoli obbligazionari del settore delle imprese ammontava al 7,4 per cento del PIL, contro il 29 per cento negli Stati Uniti. Nel 1999, nell'area dell'euro il rapporto tra le attività bancarie complessive e il PIL è stato pari al 175,4 per cento, contro il 98,8 per cento osservato negli Stati Uniti (cfr. tavola I).

Tavola I

Principali caratteristiche dell'area dell'euro e degli Stati Uniti

(in percentuale del PIL nel 1999)

Componenti del PIL	Area dell'euro	Stati Uniti
Consumi privati	56,8	67,6
Consumi collettivi	20,1	14,4
Investimenti fissi lordi	20,7	20,3
Esportazioni	16,9	10,8
Importazioni	15,4	13,5
Mercati finanziari		
Capitalizzazione del mercato azionario	90,2	179,8
Obbligazioni	98,8	166,2 ¹⁾
<i>di cui, emesse da:</i>		
Amministrazioni pubbliche	54,9	48,4
Banche ²⁾	36,4	46,8
Imprese non finanziarie	7,4	29,0
Attività bancarie ³⁾	175,4	98,8
<i>di cui:</i>		
Prestiti al settore pubblico	13,5	...
Prestiti alle imprese non finanziarie	45,2	12,6
Mutui per l'acquisto di abitazioni	27,8	24,6
Altri prestiti alle famiglie	16,7	8,6

Fonti: BCE, BRI, Eurostat e Federal Reserve.

1) Il dato include titoli emessi da imprese del settore pubblico e federally related mortgage pools (42% del PIL).

2) IFM escluso l'Eurosistema per l'area dell'euro. Tutte le istituzioni finanziarie per gli Stati Uniti.

3) IFM escluso l'Eurosistema per l'area dell'euro. Banche commerciali, casse di risparmio, banche cooperative e fondi comuni monetari per gli Stati Uniti.

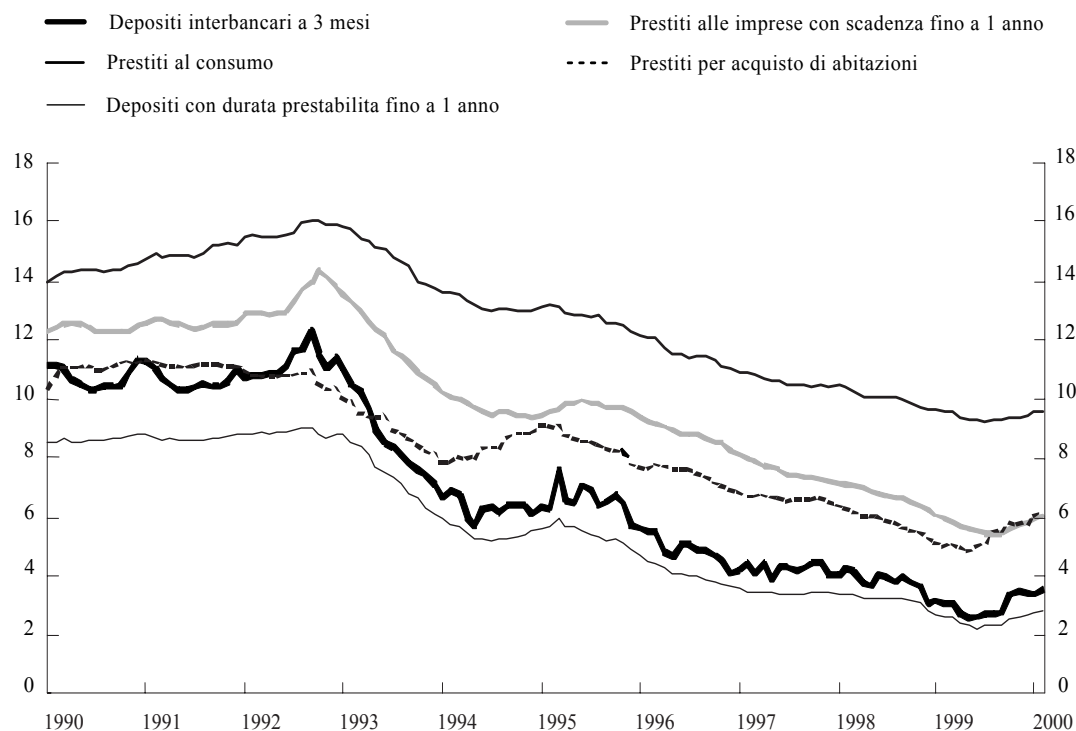
A causa delle differenze nella rilevazione, le cifre non sono completamente confrontabili tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

La trasmissione dai tassi di interesse di mercato ai tassi di interesse bancari al dettaglio dipende dall'interazione dell'offerta e della domanda di credito e di depositi e dalla struttura dei mercati bancari. L'adeguamento dei mercati bancari al dettaglio sarà influenzato da una serie di fattori strutturali, quali la concorrenza nel comparto dei servizi finanziari, le preferenze riguardo alla durata dei contratti di credito o di deposito o l'adattabilità dei tassi di interesse, i vari premi per il rischio e il costo amministrativo di un'efficace variazione dei tassi. Come mostra la figura 3, i tassi di interesse bancari al dettaglio dell'area dell'euro tendono a seguire abbastanza da vicino i tassi di mercato monetario, pur avendo un andamento più regolare.

La trasmissione dai tassi di interesse del mercato monetario ai tassi di interesse bancari attivi o passivi è un processo graduale e spesso interdependente. Le banche che devono affrontare un basso livello di concorrenza nella raccolta dei depositi a termine possono permettersi di impiegare più tempo nella trasmissione degli aumenti

dei tassi di interesse del mercato monetario al rendimento che esse offrono sui depositi a termine. Inoltre, queste banche subiscono minori pressioni ad innalzare il tasso di interesse sul credito rispetto a quelle che hanno registrato un aumento dei propri costi di finanziamento in proporzione alle variazioni dei tassi di interesse del mercato monetario. L'esperienza storica, nelle economie europee e altrove, ha spesso messo in luce non solo che gli adeguamenti dei tassi bancari sono lenti, ma anche che la loro velocità differisce a seconda che si tratti di variazioni al rialzo oppure al ribasso. Quando i mercati non sono perfettamente concorrenziali, questo comportamento nella fissazione dei tassi può consentire alle banche di beneficiare delle variazioni del livello generale dei tassi di interesse.

Alcuni economisti sottolineano il ruolo svolto dall'offerta di credito nel processo di trasmissione. Un aumento dei tassi di interesse a breve termine è di solito accompagnato da una contrazione della crescita dei depositi in conto corrente. Ciò può indurre le banche a ridurre la propria

Figura 3**Tassi d'interesse del mercato monetario e tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro***(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)**Fonte: BCE.*

offerta di prestiti, in particolare se esse non sono in condizione di sostituire agevolmente tali depositi con altre passività. I debitori che dipendono dalle banche, quali le piccole e medie imprese e le famiglie, potrebbero quindi trovarsi ad affrontare una restrizione delle proprie possibilità di indebitamento. Tuttavia, dal punto di vista empirico i movimenti simultanei della domanda e dell'offerta di prestiti rendono l'identificazione dei diversi canali tutt'altro che semplice. Resta quindi da chiarire se la politica monetaria sia in grado di influenzare in modo significativo l'offerta di prestiti da parte delle banche.

Poiché sono al momento in atto profondi processi di ristrutturazione del settore finanziario dell'area dell'euro, è anche probabile che i meccanismi di adeguamento dei mercati bancari al dettaglio che fanno seguito alla variazione dei tassi di riferimento siano in fase di evoluzione. In alcuni settori è già in uno stadio alquanto avanzato la disintermediazione bancaria, ovvero

il processo di sostituzione del credito bancario con il finanziamento diretto, in particolare attraverso i mercati finanziari. Il risparmio è ad esempio indirizzato in misura crescente verso i fondi comuni di investimento. In particolare, lo sviluppo dei fondi comuni del mercato monetario sta inducendo le banche a offrire migliori rendimenti sui depositi tradizionali e ad allineare più rapidamente i propri tassi passivi con quelli del mercato monetario.

Più in generale, l'aumento della concorrenza in tutti i segmenti del comparto dei servizi finanziari sta inducendo le banche dell'area dell'euro a una maggiore efficienza nella fissazione dei prezzi di tutti i loro prodotti. Negli anni novanta si è osservata un'erosione dei margini di interesse sui depositi bancari. L'offerta di credito alle imprese deve ora far fronte a un'espansione del mercato dei titoli obbligazionari del settore societario. Tuttavia, la concorrenza è in aumento anche in segmenti in cui essa si esplica principalmente all'interno del settore bancario, ad

esempio nel mercato dei mutui. Probabilmente sia la disintermediazione che la razionalizzazione del settore bancario europeo inducono

le banche a trasmettere le variazioni delle condizioni di mercato alla propria clientela molto più rapidamente che in passato.

5 Dalle variazioni nel mercato finanziario e nel mercato delle attività alle variazioni della spesa

Le menzionate variazioni delle condizioni del mercato finanziario determinano, con un certo ritardo, variazioni della spesa nominale. Se i prezzi fossero perfettamente flessibili, non ci si aspetterebbe alcuna variazione della spesa reale. In generale, tuttavia, i prezzi si adeguano soltanto gradualmente. Poiché le aspettative di inflazione tengono conto di questo lento adeguamento, le variazioni nominali delle condizioni del mercato finanziario si tradurranno nel breve periodo in variazioni reali. In particolare, in condizioni di aspettative di inflazione a breve termine costanti, la variazione del tasso di interesse nominale comporterà una variazione del tasso di interesse reale a breve termine.

Non tutte le componenti della spesa sono influenzate allo stesso modo e gli effetti potrebbero essere distribuiti nel tempo. L'intensità e i tempi delle variazioni della spesa dipenderanno in larga misura dalla struttura finanziaria ed economica. Inoltre anche altri fattori, quali i mutamenti della domanda estera, la spesa pubblica e le variazioni dei salari e dei profitti attesi, avranno un impatto sulla domanda aggregata, che renderà difficile valutare l'importanza della forza e dell'entità dei diversi fattori.

Effetti di costo del capitale

I tassi di interesse reali costituiscono un importante fattore nella determinazione del costo del capitale. Ad esempio, all'aumentare del tasso di interesse reale sui prestiti bancari o sui titoli aumenta il costo che le imprese devono sostenere per detenere scorte o effettuare investimenti in attrezzature, macchinari e beni immobili finanziati attraverso prestiti bancari oppure titoli. Ciò riduce la redditività dell'investimento e aumenta la convenienza ad attendere una diminuzione dei tassi di interesse reali prima di investire. Pertanto, *ceteris paribus*, gli investimenti delle imprese sono di solito influenzati negativamente dagli

aumenti dei tassi di interesse reali. Empiricamente, tuttavia, questa relazione risulta difficile da dimostrare a causa dei movimenti prociclici dei tassi di interesse reali. Gli effetti d'impatto e ritardati delle variazioni dei tassi di interesse differiranno da un comparto all'altro. È ad esempio probabile che le industrie ad alta intensità di capitale, che hanno bisogno di ingenti investimenti, siano maggiormente influenzate rispetto ai comparti dei servizi, che richiedono un minore apporto di capitali.

Questi effetti del costo del capitale possono anche costituire una determinante importante della spesa delle famiglie per l'acquisto di beni di consumo durevoli quali autoveicoli e abitazioni. Spesso questi beni sono in parte finanziati mediante prestiti al consumo o mutui. Inoltre, le variazioni del tasso di interesse reale influenzano la redditività del risparmio. La diminuzione dei tassi di interesse rende ad esempio il risparmio meno appetibile e può indurre le famiglie ad incrementare i consumi. In generale, tuttavia, questi effetti di sostituzione intertemporali tra il consumo e il risparmio sono ritenuti piuttosto modesti.

La mancanza di dati omogenei per tutta l'area dell'euro su diverse categorie di spesa per consumi e investimenti impedisce una valutazione sistematica della risposta di tali spese agli impulsi di politica monetaria. L'evidenza econometrica per un'ampia gamma di paesi indica che gli investimenti, che sono probabilmente molto più sensibili alle variazioni del costo del capitale, rispondono alla variazione dei tassi di interesse in maniera assai più marcata rispetto ai consumi.

Effetti di reddito

La variazione dei tassi di interesse influenza anche il reddito da interessi percepito dai creditori e i pagamenti di interessi effettuati dai debitori. Nell'area dell'euro, come nella maggior parte delle

economie, le famiglie sono in posizione creditoria netta, mentre il settore pubblico e quello delle imprese sono in posizione debitoria netta. Un incremento dei tassi di interesse aumenterà pertanto il reddito disponibile aggregato delle famiglie, ma ridurrà i profitti del settore delle imprese e accrescerà il disavanzo pubblico. L'entità di questi effetti di reddito dipende dalle dimensioni e dalla composizione del bilancio patrimoniale degli operatori non finanziari e soprattutto dalla scadenza delle loro attività e passività. Inoltre, il ritardo con cui si manifestano gli effetti di reddito sarà influenzato dalla composizione prevalente del debito, a tasso fisso o variabile.

I conti finanziari delle famiglie e delle imprese dell'area dell'euro nel suo complesso non sono stati ancora completati. Tuttavia, l'evidenza che emerge dai bilanci di famiglie e imprese dei paesi più grandi dell'area mostra che probabilmente, a livello dell'intera economia, la risposta dei redditi o esborsi netti per interessi alle variazioni del tasso di interesse a breve termine è piuttosto modesta. È probabile che i costi finanziari del settore delle imprese, il cui debito è in parte costituito (per un terzo) da titoli con scadenza inferiore a un anno, facciano registrare un leggero incremento dopo un aumento dei tassi di interesse, in particolare quando il debito a breve termine viene rinnovato e finanziato a tassi più alti. La diminuzione del flusso di cassa può potenziare l'effetto di costo del capitale sulla spesa per investimenti indebolendo la posizione finanziaria delle imprese e facendo aumentare il premio al rischio sul loro debito.

Per quanto riguarda il settore delle famiglie, gran parte delle attività e passività fruttifere è a lungo termine e a tasso fisso, sebbene le pratiche di finanziamento a tasso fisso oppure variabile varino da un paese all'altro. Pertanto, i flussi di reddito da interessi si adegueranno soltanto gradualmente alle variazioni dei tassi di interesse. La redistribuzione del reddito fra le imprese o le famiglie avrà un impatto sulla domanda aggregata soltanto se i debitori netti mostreranno una maggiore propensione alla spesa per effetto delle variazioni di reddito rispetto ai creditori netti. È probabile che ciò avvenga se l'accesso al credito da parte dei debitori è razionato.

Effetti di ricchezza

Infine, come già accennato, le variazioni dei tassi di interesse possono influenzare il valore delle attività finanziarie (ad esempio azioni e titoli) e reali (ad esempio le abitazioni) ed esercitano pertanto un effetto diretto sul valore della ricchezza delle famiglie che detengono tali attività in portafoglio. La misura in cui queste variazioni della ricchezza influenzano la spesa dipenderà dalla propensione a impiegare tale ricchezza per finanziare il consumo, nonché dalle dimensioni e dalla composizione della ricchezza e dalla percezione della persistenza delle variazioni dei prezzi di tali attività. Poiché in generale si stima che la risposta dei consumi alle variazioni della ricchezza sia modesta, le variazioni dei prezzi delle attività avranno un effetto macroeconomico notevole sulla spesa soltanto se saranno ragguardevoli e interesseranno attività ampiamente detenute da una percentuale significativa della popolazione.

Malgrado la sua crescente importanza, la capitalizzazione del mercato azionario dell'area dell'euro, che ammontava al 90,2 per cento del PIL alla fine del 1999, è molto inferiore a quella degli Stati Uniti (cfr. tavola 1 a pagina 48) e il possesso di azioni non è altrettanto diffuso. È pertanto meno probabile che forti oscillazioni dei corsi azionari abbiano effetti diretti significativi sulla spesa per consumi. Inoltre, data la volatilità dei corsi azionari, gli operatori potrebbero non attribuire troppo peso ad alcuni dei recenti movimenti al rialzo e al ribasso, considerandoli fenomeni temporanei, nel qual caso la spesa non sarebbe influenzata in maniera significativa (cfr. il riquadro 2 intitolato *Il recente andamento della volatilità degli indici dei corsi azionari* nel numero di maggio 2000 di questo Bollettino).

Nell'area dell'euro, è più probabile che gli effetti di ricchezza sulle famiglie si manifestino attraverso i prezzi di altre attività. I titoli, che sono di solito detenuti dalle famiglie, in forma diretta o indiretta, rappresentano circa il 100 per cento del PIL. Tuttavia, poiché la maggior parte del debito corrispondente è detenuto da residenti dell'area, questi effetti sono principalmente distributivi. Tra le attività delle famiglie, sono ancora più importanti i beni immobili. Nei paesi dell'area dell'euro si avvicina in media al 50 per cento la percentuale delle famiglie che possiedono l'abitazione in cui risiedono.

Questi effetti di ricchezza attraverso il mercato immobiliare potrebbero diventare più importanti con la diffusione della pratica di contrarre prestiti offrendo l'abitazione privata a garanzia, come sembra accadere in numerosi paesi dell'area dell'euro caratterizzati da mercati immobiliari in espansione.

Infine, le variazioni dei tassi di interesse possono anche influenzare il valore del portafoglio delle immobilizzazioni delle imprese (che comprendono ad esempio macchinari e immobili aziendali). Nella misura in cui tali attività vengono usate come garanzia nei contratti di credito, le variazioni del valore di questo portafoglio possono influenzare le condizioni del credito e, indirettamente, la spesa di un'impresa.

Effetti del tasso di cambio

Le variazioni del tasso di cambio esercitano un effetto diretto sull'inflazione al consumo influenzando i prezzi all'importazione. Le variazioni dei prezzi all'importazione dei beni usati come input nel processo produttivo hanno un effetto sui costi dell'impresa e tendono quindi a determinare variazioni dei prezzi alla produzione. La figura 4 illustra

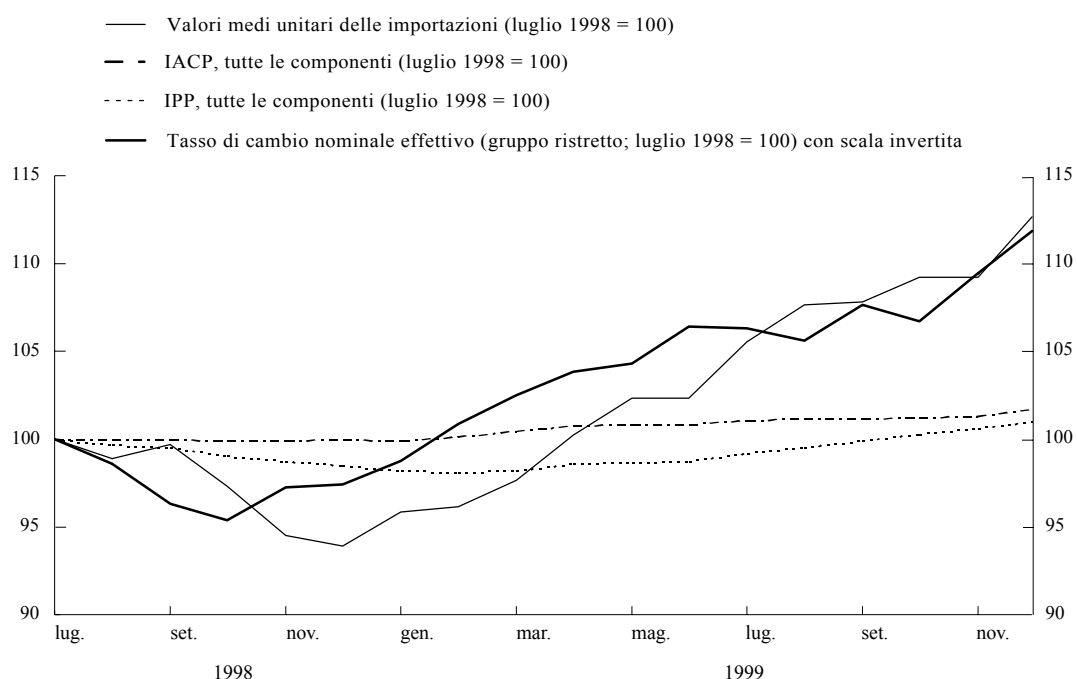
la stretta correlazione tra il tasso di cambio effettivo nominale e i prezzi all'importazione. Poiché la quota dei beni importati è relativamente limitata, la risposta dello IAPC è tuttavia molto più contenuta.

La variazione del tasso di cambio ha anche un impatto sul commercio. Un deprezzamento reale del tasso di cambio dell'euro comporta ad esempio una diminuzione del prezzo in valuta estera dei servizi e dei prodotti destinati all'esportazione. In generale ciò determina un aumento della domanda estera di beni e servizi dall'area dell'euro e un incremento del volume delle esportazioni. Parimenti, un deprezzamento reale farà aumentare il prezzo in euro dei prodotti importati quotati in valuta estera e in generale deprimerà pertanto le importazioni. Un apprezzamento produce effetti contrari. Tuttavia, l'impatto di lievi variazioni delle esportazioni nette sulla domanda aggregata complessiva dell'area dell'euro non dovrebbe essere sopravvalutato. L'area dell'euro nel suo complesso è un'economia relativamente chiusa, comparabile agli Stati Uniti (cfr. tavola 1); le sue esportazioni verso i paesi esterni all'area ammontano a circa il 16,8 per cento del PIL, mentre le importazioni si collocano intorno al 15,2 per cento.

Figura 4

Tasso di cambio effettivo e indici dei prezzi

(dati mensili)



Fonte: BCE.

Riquadro

Il meccanismo di trasmissione dei tassi di interesse nell'area dell'euro: metodi e spiegazione

Un'ampia letteratura, alimentata da accademici e studiosi delle banche centrali, tenta di stimare l'intensità e i tempi degli effetti delle variazioni dei tassi di interesse di riferimento sull'attività economica e sui prezzi. In questo ambito sono usati diversi metodi econometrici, fra cui i cosiddetti modelli autoregressivi vettoriali (VAR), modelli strutturali di piccole dimensioni e grandi modelli macroeconomici.

Ciascun metodo presenta punti di forza e debolezze. I modelli VAR e i modelli strutturali di piccole dimensioni offrono il vantaggio di essere facilmente trattabili e di non richiedere un grosso quantitativo di dati, in quanto vengono di solito stimati con poche variabili. Tuttavia, questa rappresenta anche una delle loro debolezze, poiché l'eventuale esclusione di variabili importanti potrebbe influenzare i risultati. La mancanza di struttura economica e la difficoltà di identificare la catena di causalità fra le variabili fondamentali hanno esposto i modelli VAR a critiche. Inoltre, questi modelli sono soltanto in grado di produrre stime di shock inattesi della politica monetaria e non sono adeguati per analizzare le variazioni della componente sistematica della politica monetaria, che è probabilmente molto più importante. I modelli strutturali di piccole dimensioni permettono di svolgere un'analisi di questo tipo, ma spesso al costo di un'eccessiva semplificazione delle relazioni dinamiche tra le variabili economiche. Infine, i grandi modelli macroeconomici presentano il vantaggio di incorporare le variabili e le relazioni più importanti, ma spesso richiedono un grosso quantitativo di dati e forti ipotesi di identificazione. Errori di specificazione in una parte del modello possono produrre errori nel resto del modello, a causa dei numerosi collegamenti che questi modelli di solito contengono.

Alla luce di queste considerazioni, nessun singolo metodo può essere considerato in grado di fornire tutte le risposte necessarie; i vari metodi dovrebbero essere ritenuti complementari. Data l'importanza di un'adeguata comprensione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, l'Eurosistema è impegnato in un'intensiva ricerca sui diversi canali di trasmissione dell'area dell'euro. Tre indirizzi di ricerca vengono portati avanti in parallelo. In primo luogo, sono in costruzione modelli econometrici strutturali per l'intera area e per gruppi di paesi, nel quadro dell'attiva cooperazione tra i settori della ricerca della BCE e delle BCN. In secondo luogo, si stanno stimando e analizzando modelli strutturali di piccole dimensioni e modelli VAR dell'area dell'euro utilizzando dati macroeconomici; essi forniscono, fra l'altro, *benchmark* alternativi per l'esame del processo di trasmissione. In terzo luogo, si stanno usando dati microeconomici (specificamente a livello di singola banca e impresa) per esaminare, in maniera più mirata, le dinamiche della trasmissione monetaria nell'area dell'euro. Per quest'ultimo obiettivo, è stato creato un gruppo di lavoro per lo studio della trasmissione monetaria dell'Eurosistema, che riunisce i ricercatori della BCE e delle BCN impegnati in ricerche empiriche in questo campo.

Dalla maggior parte della letteratura macroeconomica esistente riguardo ai singoli paesi emerge che gli shock temporanei inattesi al tasso di interesse a breve termine hanno un effetto relativamente rapido, ma spesso limitato, sul prodotto reale e un effetto molto più lento, ma di più lunga durata, sui prezzi. Sebbene questa dinamica generale sia spesso riscontrabile in paesi e periodi diversi, esiste un grado di certezza molto inferiore riguardo alle dimensioni e ai tempi esatti di questi effetti. In generale, i tentativi di usare queste tecniche macroeconomiche per l'identificazione di differenze fra i paesi, ad esempio, non hanno dato risultati decisivi. Ciò non dovrebbe destare sorpresa se si considera in primo luogo la difficoltà nel distinguere gli effetti di un'azione di politica monetaria da quelli prodotti da altri shock, in secondo luogo l'importanza del ruolo svolto dalle aspettative (che non è possibile osservare) nel processo di trasmissione e in terzo luogo la natura mutevole del meccanismo di trasmissione per effetto di variazioni strutturali e del regime di politica economica.

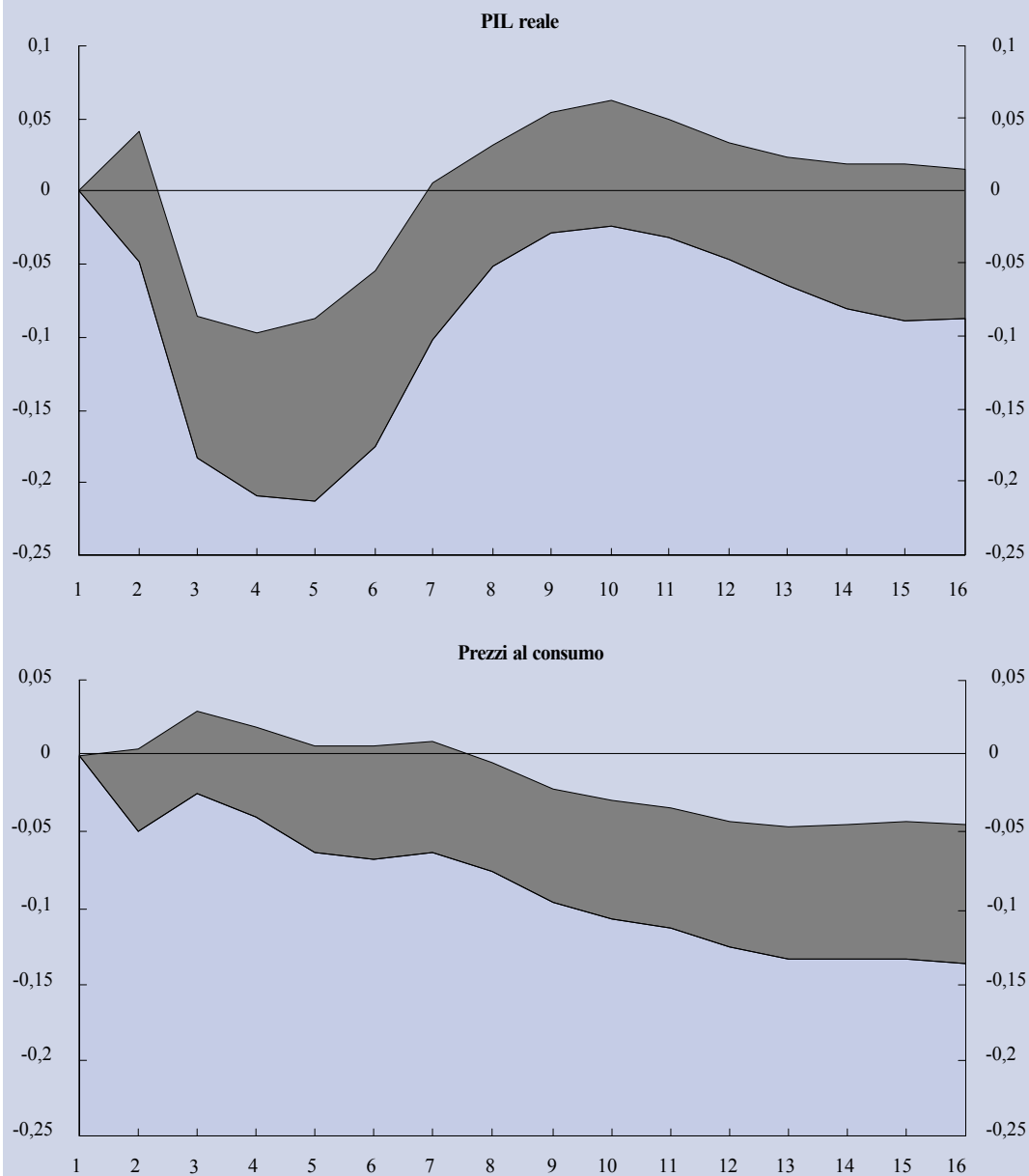
La mancanza di evidenza certa dell'esistenza di differenze significative fra i paesi per quanto concerne il meccanismo di trasmissione accresce la validità delle analisi incentrate sull'area dell'euro nel suo complesso. Nel contempo, tuttavia, a seguito di queste incertezze analitiche qualsiasi stima degli effetti di un'azione di politica monetaria dovrebbe essere considerata con cautela, tanto più che al momento i modelli dell'area dell'euro devono essere stimati su un periodo di tempo per la maggior parte del quale gli undici paesi che fanno parte attualmente dell'area dell'euro non costituivano ancora uno spazio monetario unico. Nei grafici che seguono sono riportati a puro titolo esemplificativo i risultati di una semplice simulazione VAR di risposta all'impulso, che rappresenta e sintetizza i risultati contenuti nella

letteratura in materia. Il modello è stimato per il periodo compreso tra il 1980 e il 1998 utilizzando i dati trimestrali del PIL in termini reali, dei prezzi al consumo, di M3, di un tasso di interesse nominale a breve termine e di un tasso di cambio effettivo reale. Inoltre, il VAR incorpora come variabili esogene una costante, un trend lineare, un indice dei prezzi delle materie prime, il tasso di interesse nominale a breve termine degli Stati Uniti e il PIL in termini reali statunitense. Gli shock della politica monetaria sono identificati applicando la scomposizione standard di Choleski ai residui del VAR, ordinando le variabili nel modo sopraindicato.

I risultati illustrati nei grafici sotto riportati sono nel complesso in linea con la letteratura in materia e la descrizione del meccanismo di trasmissione monetaria discusso in questo articolo. Un aumento temporaneo inaspettato di circa 25 punti base del tasso di interesse a breve termine tende ad essere seguito da una temporanea diminuzione della produzione a due trimestri di distanza. I prezzi sono invece molto più lenti e cominciano a scendere in misura significativa sotto lo zero soltanto dopo sei trimestri. L'ampiezza degli intervalli di confidenza intorno a queste stime mette in luce il considerevole grado di incertezza riguardo alle stime degli effetti degli impulsi monetari.

Risposta a uno shock temporaneo del tasso d'interesse

(deviazioni percentuali, intervallo di stima: 1980-1998, intervallo di confidenza al 90%)



6 Le variazioni della spesa e dell'inflazione

La velocità con cui le variazioni della spesa si traducono in tensioni sui prezzi dipende dal grado di rigidità dei prezzi nominali e più in generale dalla flessibilità dell'economia. Nel lungo periodo, il livello del prodotto tende a essere determinato da fattori di offerta, quali la tecnologia, il capitale e le dimensioni della forza lavoro. Questo livello di lungo periodo del prodotto (o potenziale) può variare nel corso del tempo per effetto di numerosi fattori, quali le variazioni dei tassi di partecipazione alla forza lavoro, gli investimenti in capitale fisico, l'invenzione di nuove tecnologie o i cambiamenti nel regime fiscale. Inoltre, nel breve termine la forza lavoro può essere impiegata in maniera più o meno intensiva, ricorrendo ad esempio al lavoro straordinario e ai turni supplementari. Anche il capitale fisico potrebbe essere usato in maniera più o meno intensiva variando il grado di utilizzo della capacità disponibile. Tuttavia, in condizioni normali, quando la domanda aggregata supera il prodotto potenziale tendono a crearsi strozzature nell'economia, che alimentano pressioni inflazionistiche.

Queste pressioni possono originarsi attraverso diversi canali. Se le imprese producono al di sopra della capacità, esse incrementeranno l'occupazione e richiederanno forza lavoro aggiuntiva e/o lavoro straordinario. In presenza di tensioni sui mercati del lavoro, ciò determinerà crescenti pressioni salariali. Nel momento in cui i salari aumentano indipendentemente dai livelli di produttività, aumenterà il costo del lavoro per unità di prodotto e il costo della produzione. Inoltre, carenze di input e livelli produttivi al di sopra della capacità, inefficienti, determinano pressioni

sui costi unitari, che finiscono per tradursi in aumenti dei prezzi se le imprese tentano di mantenere invariata la propria redditività.

Per effetto del lento adeguamento dei salari reali e degli altri prezzi relativi si produrranno, in generale, effetti più prolungati sull'economia reale. L'evidenza econometrica disponibile per l'area dell'euro indica che mentre le rigidità dei prezzi nominali sono comparabili con quelle osservate ad esempio negli Stati Uniti, in media la velocità dell'adeguamento dei salari reali alle variazioni della disoccupazione e della produttività risulta molto più bassa, come documentato ad esempio nel recente studio dell'OCSE intitolato *EMU one year on*. È inoltre opinione diffusa che la disoccupazione nell'area dell'euro sia in gran parte di natura strutturale. In assenza di riforme strutturali, ciò comporta il rischio che qualsiasi diminuzione della disoccupazione a seguito dell'aumento della domanda potrebbe determinare in tempi relativamente brevi pressioni salariali, che, se non controbilanciate da un aumento della produttività, creerebbero tensioni sui prezzi e rischi per la loro stabilità. Un'ulteriore riforma strutturale intesa a rafforzare la flessibilità del mercato del lavoro e del mercato dei beni dell'area dell'euro aiuterebbe a risolvere il problema della disoccupazione strutturale e a conseguire livelli più elevati di crescita non inflazionistica, beneficiando nel contempo più appieno dei vantaggi offerti dalle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Allo stesso tempo, queste riforme semplificherebbero anche il compito principale dell'Eurosistema: il mantenimento della stabilità dei prezzi.

7 Osservazioni conclusive

Le variazioni della politica monetaria finiscono per influenzare i prezzi attraverso una molteplicità di canali complessi, spesso interconnessi. Questo articolo ha presentato una visione d'insieme delle attuali conoscenze riguardo al meccanismo di trasmissione dell'area dell'euro. In conclusione, tre aspetti meritano particolare attenzione per le loro implicazioni per la politica monetaria. In primo luogo, vi sono considerevoli

ritardi nella trasmissione degli impulsi monetari all'economia, per cui eventuali tentativi di controllare gli shock a breve termine sul livello dei prezzi potrebbero incontrare considerevoli difficoltà ed avere effetti destabilizzanti nel lungo periodo. I responsabili della politica monetaria devono invece muoversi in un'ottica di medio-lungo periodo, sforzandosi di valutare i meccanismi attraverso i quali le condizioni economiche

correnti influenzano le prospettive a medio termine per la stabilità dei prezzi.

In secondo luogo, c'è una considerevole incertezza riguardo all'intensità e ai tempi con i quali le azioni di politica monetaria influenzano le variazioni del livello dei prezzi. Questo vale in particolare per l'area dell'euro, in cui si potrebbe essere prodotto un mutamento strutturale per effetto dell'adozione di una politica monetaria unica. Inoltre, in numerosi settori è ancora in fase di sviluppo un quadro statistico per l'analisi dell'area dell'euro nel suo complesso. Data questa incertezza, non sarebbe saggio compiere ambiziosi tentativi

di *fine-tuning* dell'economia o di adozione di un unico modello o indicatore. Infine, la formazione delle aspettative di inflazione da parte delle famiglie, delle imprese, dei responsabili della fissazione dei salari e degli operatori dei mercati finanziari costituisce un elemento essenziale per quanto riguarda la trasmissione e l'efficacia della politica monetaria. La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema orientata alla stabilità è concepita per affrontare con successo le sfide summenzionate. Essa fornisce uno schema di riferimento orientato al futuro, inteso ad ancorare le aspettative di inflazione su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi.

Invecchiamento della popolazione e politica di bilancio nell'area dell'euro

La flessione della natalità e l'aumento della vita media eserciteranno una pressione crescente sulle finanze pubbliche dei paesi dell'area dell'euro nei prossimi decenni. L'entità dei previsti oneri finanziari e la necessità di interventi di bilancio strutturali variano da un paese all'altro in funzione delle diverse tendenze demografiche e dei diversi sistemi pensionistici pubblici. In alcuni paesi le passività implicite in termini di mancata copertura finanziaria dei trattamenti pensionistici futuri sono molto elevate e arrivano a superare il debito pubblico corrente esplicito. Le possibili conseguenze economiche e sui bilanci pubblici dell'invecchiamento della popolazione sono fonte di seria preoccupazione. In molti paesi dell'area dell'euro le politiche fiscali correnti e, in particolare, i sistemi di trasferimenti pubblici non appaiono sostenibili in una prospettiva di lungo termine. L'aumento dei disavanzi pubblici e dei livelli del debito riconducibile al crescente fabbisogno di finanziamento dei sistemi pensionistici esercita un impatto negativo sulle prospettive di medio termine per la stabilità e la crescita. Il problema del finanziamento dei trasferimenti pubblici tuttavia non può essere risolto aumentando il peso dell'imposizione fiscale e degli oneri previdenziali sulle economie dell'area dell'euro. È invece necessario ridurre i sistemi che gestiscono le pensioni di vecchiaia, riportandoli a dimensioni più sostenibili e integrandoli con altre forme di programmi pensionistici che prevedano, fra l'altro, un maggior ricorso alla capitalizzazione e alcuni elementi di pensioni private. In generale, le riforme delle pensioni dovrebbero mirare a far sì che i sistemi pensionistici siano sostenibili in una prospettiva di lungo termine, anziché limitarsi a risolvere i problemi di finanziamento di breve termine.

I Le implicazioni dell'invecchiamento della popolazione

Tendenze demografiche

L'invecchiamento della popolazione è un fenomeno comune a tutta l'area dell'euro e a buona parte del mondo industrializzato, riconducibile soprattutto alla flessione della natalità e all'aumento della vita media. Per effetto di tale fenomeno si prevede che, nell'area dell'euro, il rapporto fra la popolazione anziana e quella in età lavorativa ("indice di dipendenza degli anziani") aumenti in misura significativa nel medio-lungo periodo, registrando un incremento particolarmente accentuato dal 2020, anno in cui le coorti generazionali più numerose della popolazione cominceranno a raggiungere l'età di pensionamento.

Negli ultimi decenni i tassi di natalità delle economie industriali sono diminuiti in misura significativa. I tassi attuali – pari in media a circa 1,5 figli per donna – sono insufficienti ad assicurare il ricambio naturale della popolazione e la stabilità della struttura demografica. A ciò si aggiunge l'effetto della longevità. Soprattutto grazie al miglioramento delle condizioni medico-sanitarie, nei paesi dell'area dell'euro la speranza di vita alla nascita è passata, fra il 1960 e il 1997, da circa 67 a 75 anni per gli uomini e da 73 a 81 anni per le donne (dati Eurostat). Un altro fattore che può influire sulla dimensione e sulla struttura della popolazione è infine l'immigrazione netta, che però

sembra svolgere un ruolo limitato negli Stati membri dell'Unione europea. Nonostante si sia frequentemente affermato che l'immigrazione potrebbe contribuire ad alleviare i problemi finanziari dei sistemi pensionistici pubblici causati dall'invecchiamento della popolazione, l'afflusso di lavoratori nei paesi dell'UE è spesso limitato dalla regolamentazione dei mercati del lavoro o da altri fattori strutturali. Inoltre, per produrre un rallentamento significativo del processo di invecchiamento, i flussi netti di immigrazione dovrebbero essere largamente superiori a quelli storicamente osservati in Europa.

L'evidenza sopra descritta è sufficientemente robusta da consentire di concludere che le tendenze demografiche di medio termine pongono una sfida seria alla sostenibilità dei sistemi pensionistici esistenti. La crescita delle generazioni in età lavorativa è largamente determinata dai tassi di fertilità passati, così come il numero dei pensionati futuri dipende dalla speranza di vita delle generazioni attuali, la cui evoluzione è relativamente stabile nel tempo. Le proiezioni a medio termine dell'evoluzione demografica appaiono pertanto sostanzialmente affidabili. Secondo l'Eurostat, nel 2040 gli indici di dipendenza degli anziani nei paesi dell'area dell'euro saranno in media più che raddoppiati rispetto al 1995, passando dal 23 al 48 per cento circa (cfr. tavola I).

Tavola I

Previsioni degli indici di dipendenza degli anziani nell'area dell'euro

(rapporto tra popolazione in età 65 anni e oltre e quella in età compresa tra 15 e 64 anni)

	1995	2000	2020	2040
Belgio	23,8	25,4	32,6	45,5
Germania	22,5	23,3	31,9	48,2
Spagna	22,2	24,4	29,8	49,2
Francia	22,9	24,3	32,6	45,6
Irlanda	18,0	17,4	24,5	34,6
Italia	24,0	26,5	35,5	54,9
Lussemburgo	20,6	21,5	27,9	39,9
Paesi Bassi	19,3	20,1	29,8	44,0
Austria	22,4	22,6	28,5	45,3
Portogallo	21,4	22,5	27,3	39,2
Finlandia	21,1	21,9	35,0	42,1
Area dell'euro	22,6	24,0	32,0	47,8

Fonte: Eurostat.

Tali cifre descrivono una tendenza generale che nasconde notevoli differenze a livello dei singoli paesi, connesse sia alla posizione di partenza, sia al sentiero temporale previsto per la transizione demografica. In particolare, si prevede che saranno soprattutto le maggiori economie dell'area dell'euro a registrare i più drastici cambiamenti di struttura demografica nei decenni a venire.

I sistemi pensionistici nell'area dell'euro

Praticamente in tutti i paesi dell'area dell'euro la quota maggiore delle pensioni di vecchiaia è erogata da sistemi pensionistici pubblici obbligatori a prestazione definita, finanziati secondo il metodo della ripartizione. In alcuni paesi tali sistemi sono integrati da programmi pensionistici a capitalizzazione di dimensioni e caratteristiche diverse. Il principale motivo per affidare l'offerta delle pensioni di vecchiaia a un sistema pubblico organizzato su ampia scala è tradizionalmente collegato all'idea che gli individui in età lavorativa debbano essere tutelati dalle conseguenze di una insufficiente attenzione ai propri fabbisogni futuri e che non debba essere loro consentito di usufruire delle prestazioni offerte dalla previdenza pubblica in vecchiaia senza sopportare i costi corrispondenti. Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, inoltre, i programmi pensionistici pubblici rivestono anche talune funzioni redistributive, come per esempio l'offerta di pensioni agli invalidi, alle vedove e agli orfani. Generalmente limitato è, invece, il ruolo dei piani pensionistici, pubblici o privati, a capitalizzazione (ovvero dei sistemi in

cui l'accumulo di passività in termini di pensioni future è compensato dal continuo accumulo di attività finanziarie), anche se la situazione sta cambiando in alcuni Stati membri. Nell'area dell'euro, quindi, le pensioni degli anziani sono in larga misura finanziate dai contributi versati dai lavoratori attuali e dai loro datori di lavoro. Dato tale collegamento fra contributi correnti e prestazioni pensionistiche correnti, la struttura demografica esercita un'influenza determinante ai fini del finanziamento dei sistemi pensionistici a ripartizione.

Al di là del problema dell'offerta pubblica delle pensioni di vecchiaia, che domina il dibattito attuale, il cambiamento della composizione per età della popolazione può influenzare anche altri settori della spesa pubblica. In particolare, alcuni sostengono che la spesa sanitaria e la spesa per l'istruzione saranno influenzate dalle previste conseguenze di un aumento della speranza di vita e del calo della fertilità. Tuttavia, le basi teoriche e l'evidenza empirica che sottendono tale argomentazione sono meno chiare che per i sistemi pensionistici. Per quanto riguarda i trend futuri della spesa sanitaria, non è ben chiaro in che misura l'aumento della vita media e dei costi associati all'innovazione tecnica aumenteranno la spesa pro capite, né se i guadagni di produttività e gli incentivi a ridurre i costi potranno compensare tale aumento. In genere si assume che gli effetti dell'invecchiamento della popolazione su questi settori della spesa pubblica saranno più facilmente gestibili nel medio termine rispetto ai

costi associati ai programmi pensionistici pubblici. Per quanto riguarda la spesa per l'istruzione, il numero di giovani registrerà una contrazione significativa nei prossimi decenni. Tuttavia, è possibile che la spesa pro capite aumenti in seguito ai maggiori investimenti in capitale umano, potenzialmente annullando i risparmi consentiti dall'evoluzione demografica. Nel complesso, il dibattito pubblico e accademico si è finora concentrato soprattutto sugli effetti dell'invecchiamento della popolazione sui programmi pensionistici pubblici.

Un ulteriore aspetto è degno di nota. L'evoluzione passata dei sistemi di trasferimenti pubblici – in particolare, il rapido incremento della spesa per pensioni pubbliche registrato dagli anni sessanta – è stata dominata da fattori non correlati al cambiamento delle strutture demografiche, quali, per esempio, l'ampliamento della copertura delle pensioni pubbliche, l'estensione della concessione di trattamenti generosi, l'affidamento di nuovi compiti redistributivi ai programmi di trasferimento, l'aumento dei costi associati all'offerta di servizi sanitari ecc. Non sappiamo se l'effetto di tali fattori continuerà a influire sulle tendenze future della spesa o in che misura essi potranno essere contenuti più efficacemente che in passato. Ovviamente, il protrarsi di questa

pressione intrinseca sui costi dei sistemi di trasferimenti aggraverà gli oneri finanziari dovuti all'incombente problema dell'invecchiamento della popolazione.

I sistemi pensionistici a ripartizione possono in genere essere distinti in due categorie, di cui i programmi pubblici esistenti sono spesso una combinazione. Alcuni paesi gestiscono sistemi che offrono un livello relativamente basso di prestazioni pensionistiche individuali, per lo più indipendenti dalla storia lavorativa del pensionato, che coprono solo le esigenze di base durante la vecchiaia. Tali pensioni minime sono generalmente integrate da altri piani, obbligatori o volontari, spesso basati sul criterio della capitalizzazione. Altri paesi privilegiano invece dei sistemi di tipo assicurativo che correlano le prestazioni erogate al reddito passato e mirano a sostituire in larga misura il reddito da lavoro durante l'età di pensionamento. In entrambi i sistemi la situazione finanziaria dipende dai seguenti quattro insiemi di variabili: (1) le aliquote contributive, (2) il tasso di sostituzione, ovvero il rapporto fra la pensione media e il reddito medio, (3) il rapporto iscritti/pensioni, ossia il numero dei finanziatori del programma pensionistico rispetto al numero di percettori delle pensioni pubbliche, che dipende in gran misura dalle età di

Tavola 2
Caratteristiche dei sistemi pensionistici pubblici nei paesi dell'area dell'euro ¹⁾

	Età legale di pensionamento ^{2) 3)}		Età media di pensionamento ³⁾		Meccanismo di indicizzazione ³⁾	Spesa pubblica per pensioni in rapporto al PIL (1995) ⁴⁾
	Uomini	Donne	Vecchiaia	Anzianità ⁵⁾		
Belgio	65	61	62,6	55,6	Prezzi	12,0
Germania	65	60	62,6 ⁶⁾	-	Retribuzioni nette	12,0
Spagna	65	65	65,3	60,9	Prezzi	10,6
Francia	60	60	.	.	Prezzi	13,3
Irlanda	65/66	65/66	62,0	.	Discrezionale	5,4
Italia	65	60	61,4	55,6	Prezzi	15,0
Lussemburgo	65	65	.	.	Retribuzioni/prezzi	12,6
Paesi Bassi	65	65	65,0	60,0	Retribuzioni/prezzi	11,9
Austria	65	60	64,1	57,9	Retribuzioni nette	14,9
Portogallo	65	65	65,8	.	Discrezionale	9,5
Finlandia	65	65	64,5 ⁷⁾	60,4	Retribuzioni/prezzi	12,8
Area dell'euro	.	.	.	.	.	12,7

1) I dati si riferiscono al settore privato.

2) Vecchiaia.

3) Fonti nazionali.

4) Fonti: OCSE, Social Expenditure Database 1980-1996; elaborazioni della BCE per la media dell'area dell'euro.

5) Esclude le pensioni di invalidità.

6) Include le pensioni di anzianità.

7) Sistema pensionistico retributivo.

pensionamento effettive, dai tassi di attività e di occupazione, e (4) i trasferimenti di bilancio. Di fatto, le aliquote contributive dovranno essere tanto più elevate quanto più è generoso il sistema pensionistico (ovvero, quanto più è elevato il tasso di sostituzione) e quanto più sono bassi il rapporto iscritti/pensioni e i trasferimenti da altri comparti del bilancio.

Nei sistemi pensionistici pubblici a ripartizione, le aliquote contributive sono di norma modificate periodicamente, al fine di allineare i flussi annui di gettito e di spesa. Tali aliquote variano fra paese e paese, ma i contributi sono sempre parzialmente sostenuti dai datori di lavoro, normalmente a concorrenza del 50 per cento o oltre. Poiché i sistemi variano per finalità e tipo di copertura, anche il tasso di sostituzione offerto varia enormemente fra i diversi paesi dell'area. L'età di pensionamento legale si situa normalmente fra i 60 e i 65 anni di età, anche se l'età media effettiva di pensionamento risulta più bassa per effetto di generose disposizioni in favore del pensionamento anticipato (cfr. tavola 2). Tipicamente, i sistemi pensionistici a ripartizione a prestazione definita calcolano le pensioni individuali sulla base di una misura del reddito da lavoro passato, quali per esempio un suo valore medio, il reddito finale o quello percepito negli ultimi anni di lavoro. L'indicizzazione dei trattamenti versati ai pensionati attuali può essere basata su un indice dell'inflazione, sul tasso di crescita dei salari o su entrambi.

Conseguenze dell'invecchiamento della popolazione sui conti pubblici

Il dibattito sugli oneri finanziari che gravano sulle finanze pubbliche e sull'economia nel suo insieme si concentra tradizionalmente su indicatori di bilancio standard quali, per esempio, il saldo di bilancio e il livello del debito. Il ruolo di tali indicatori è peraltro cresciuto nel quadro istituzionale dell'Unione economica e monetaria, ove essi fungono da parametri per l'individuazione di eventuali disavanzi eccessivi nelle posizioni di bilancio degli Stati membri. Malgrado il continuo miglioramento registrato dalle posizioni di bilancio a partire dalla metà degli anni novanta e la riduzione dei rapporti debito pubblico/PIL conseguita negli ultimi due anni, diversi Stati membri

presentano ancora disavanzi significativi e livelli di debito molto elevati.

Considerata la loro definizione, riferita al breve termine (normalmente un anno), i dati di bilancio sono, per loro stessa natura, inadatti a fornire una valutazione completa delle conseguenze finanziarie di lungo periodo dell'invecchiamento della popolazione per un sistema pensionistico non a capitalizzazione. In una situazione di invecchiamento della popolazione, gli andamenti delle entrate e della spesa correnti per pensioni sottostimano le obbligazioni future di un sistema a ripartizione. Inoltre, l'utilità degli indicatori di bilancio di breve termine nel cogliere l'entità degli oneri di lungo periodo appare limitata dalle difficoltà concettuali connesse con la registrazione di alcune operazioni e, quindi, alla loro inclusione nel calcolo del saldo di bilancio. Per esempio, i contributi previdenziali sono normalmente trattati come imposte, ovvero come flussi che riducono il disavanzo pubblico annuo. Tuttavia, tali versamenti sono effettuati dai contribuenti al fine di acquisire il diritto a percepire una pensione alla fine della vita lavorativa e sono pertanto economicamente assimilabili a debiti contratti dalle Amministrazioni pubbliche. Analogamente, le erogazioni per pensioni possono essere assimilate al rimborso di tali debiti piuttosto che a voci di spesa corrente. Una modifica del trattamento contabile dei flussi associati a queste transazioni altererebbe inevitabilmente non soltanto il livello delle entrate e delle uscite pubbliche, ma anche il saldo di bilancio o il suo accumulo nel tempo sotto forma di debito pubblico. Pertanto, gli indicatori di bilancio normalmente disponibili possono fornire conclusioni solo limitate sugli effetti economici o redistributivi di lungo periodo delle politiche fiscali correnti.

Di recente, sono stati effettuati diversi tentativi di quantificare in modo esaustivo i costi di bilancio ed economici associati alla transizione demografica. Tali approcci si basano in genere su proiezioni a lungo termine della spesa per pensioni e del gettito contributivo futuri sulla base di previsioni più o meno accurate degli andamenti demografici ed economici. Sono stati inoltre sviluppati diversi indicatori sintetici che trasformano le proiezioni dei flussi futuri della

spesa per pensioni e dei contributi in misure delle passività implicite nette complessive del sistema pensionistico o indicatori quantitativi degli interventi necessari a ripristinare l'equilibrio finanziario nel lungo termine. Un ulteriore passo in avanti è rappresentato dall'approccio della "contabilità generazionale", che usa il quadro analitico delle teorie del ciclo vitale per attirare l'attenzione sugli aspetti della sostenibilità fiscale complessiva e della redistribuzione intergenerazionale.

Il metodo più semplice per il calcolo degli andamenti potenziali futuri della spesa per pensioni si basa sull'ipotesi che i trasferimenti pensionistici pubblici pro capite cresceranno in linea con il reddito reale pro capite e applica tale ipotesi alle previsioni demografiche. Tuttavia, questo metodo non prende in considerazione variazioni strutturali o istituzionali future, né i possibili aggiustamenti del comportamento individuale, e può essere considerato solo come un indicatore rudimentale degli oneri finanziari futuri. Metodi più raffinati simulano le tendenze di bilancio future, tenendo conto delle riforme già apportate alla normativa e che entreranno a regime in un certo numero di anni. Ciò richiede di modellare le caratteristiche dei singoli paesi in termini di livello e struttura delle pensioni pubbliche e delle aliquote contributive. Secondo i risultati di queste simulazioni, nel periodo fra il 2000 e il 2030 l'incidenza della spesa per pensioni sul PIL registrerà un aumento molto significativo nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, dell'ordine di 5 punti percentuali o più. Nella situazione attuale, in alcuni paesi il valore attuale netto del saldo fra pensioni e contributi raggiungerebbe un livello pari a due volte quello del PIL. Tali livelli vanno confrontati – e in effetti sommati – con quelli del debito pubblico lordo, in media ancora molto elevati nell'area dell'euro.

Questi risultati implicano l'urgente necessità di misure correttive. In mancanza di correzioni su ampia scala, l'attesa transizione demografica produrrà inevitabilmente un deterioramento molto significativo dei rapporti fra saldo primario delle Amministrazioni pubbliche e PIL, aggravando ulteriormente gli squilibri di bilancio esistenti e rendendo ancora più preoccupante l'alto livello di indebitamento pubblico di alcuni Stati membri. Il miglioramento dei saldi primari correnti

necessario a evitare che le passività accumulate in termini di prestazioni pensionistiche pubbliche future diventino insostenibili dovrà essere significativo. Rimandare l'assunzione delle necessarie misure correttive produrrà, con il tempo, solo un aumento dell'entità degli aggiustamenti necessari.

I sistemi dei trasferimenti pubblici sono anche accusati di produrre una considerevole redistribuzione intergenerazionale a spese delle generazioni non ancora nate. L'approccio della contabilità generazionale, che quantifica gli oneri posti dalle finanze pubbliche sulle diverse classi di età, assume che le generazioni correnti siano soggette alle politiche fiscali e ai sistemi di trasferimento pubblici correnti e che le generazioni future sopportino tutto l'onere finanziario necessario a salvaguardare l'equilibrio dei conti pubblici nel lungo termine. Tale ipotesi ha finalità essenzialmente illustrative e i risultati indicano l'entità delle correzioni di politica di bilancio necessarie a onorare gli impegni correnti. In alcune economie dell'area dell'euro, l'onere fiscale netto che graverebbe sulle generazioni future nell'arco della loro esistenza è del 50 per cento o più superiore alle proiezioni dell'onere fiscale netto relativo alle generazioni attuali. Tali calcoli evidenziano anche che i responsabili delle politiche economiche dovranno effettuare una difficile scelta riguardo alla generazione sulla quale far ricadere gli oneri finanziari correlati all'invecchiamento della popolazione.

Le proiezioni di lungo termine degli andamenti di bilancio si fondano naturalmente su ipotesi sugli sviluppi futuri spesso abbastanza incerte e discutibili e, pertanto, devono essere interpretate con la dovuta cautela. Tuttavia, la maggior parte dei risultati sembrano coerenti nell'indicare che le politiche fiscali e, in particolare, i sistemi dei trasferimenti pubblici di molti paesi dell'area dell'euro sono difficilmente sostenibili in una prospettiva di lungo termine. Correzioni di bilancio di ampia portata appaiono pertanto estremamente urgenti. In particolare, i previsti rischi di bilancio connessi con l'invecchiamento della popolazione potranno essere alleviati in misura significativa con l'adozione di politiche appropriate volte a ridurre i livelli del disavanzo e del debito pubblico, oltre quelli della spesa pubblica e delle tasse.

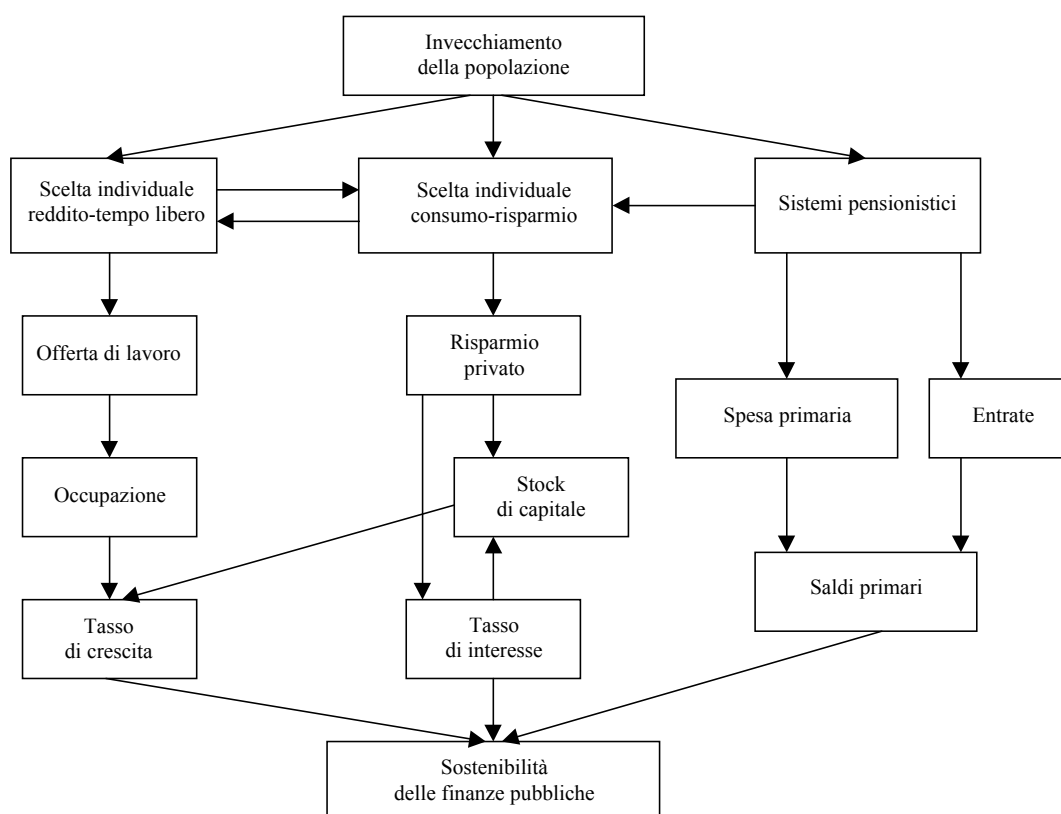
Conseguenze economiche dell'invecchiamento della popolazione sulla sostenibilità delle finanze pubbliche

Al di là delle conseguenze dirette sulle finanze pubbliche e sulla sostenibilità delle politiche fiscali correnti, il cambiamento della struttura demografica sopra descritto pone interrogativi inerenti a effetti economici più ampi, in particolare quelli sulla crescita economica, l'occupazione, la produttività del lavoro, il comportamento del risparmio privato e il tenore di vita. Tutti questi cambiamenti potranno avere conseguenze importanti sul funzionamento dei mercati, la loro efficienza, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e la sua efficacia, le prospettive per la stabilità dei prezzi. Va sottolineato che la sostenibilità fiscale sarà una condizione chiave per la stabilità monetaria nel futuro. Con il passare del tempo, pertanto, le conseguenze economiche dell'invecchiamento della popolazione influiranno anche sulla politica monetaria dell'Eurosistema.

È difficile distinguere l'influenza dell'invecchiamento della popolazione sulle singole variabili economiche, poiché queste sono tutte interdipendenti. Le interdipendenze fondamentali e più interessanti sono descritte nella figura I. Una variabile centrale del nesso invecchiamento della popolazione-sostenibilità è rappresentata dal risparmio del settore privato, che costituisce un'importante fonte sia di reddito individuale per la vecchiaia, sia di offerta complessiva di capitale all'economia. Qualora l'invecchiamento della popolazione influisse sulle decisioni individuali di consumo/risparmio, esso avrebbe anche importanti conseguenze economiche di carattere generale, soprattutto sul futuro potenziale di crescita del PIL e sui livelli di reddito pro capite. Ciò spiega il ruolo prominente assunto dalla ricerca relativa agli effetti dell'invecchiamento della popolazione sul risparmio nella più recente letteratura economica sull'argomento. In questo contesto, gli aspetti più importanti sono la possibile risposta individuale, in termini di decisioni di risparmio, e la misura in cui i minori investimenti

Figura I

Effetti economici e sul bilancio dell'invecchiamento della popolazione



pubblici ascrivibili a un aumento della spesa per pensioni potranno essere compensati da un incremento dei risparmi privati.

Fondamentalmente, i modelli del ciclo vitale del consumo ipotizzano che gli individui risparmino parte del reddito durante la vita lavorativa e utilizzino tali risparmi durante l'età di pensionamento, in modo da ripartire i consumi in modo più omogeneo durante l'intera esistenza. In una popolazione che invecchia, il tasso di risparmio privato aggregato dovrebbe quindi ridursi, poiché una quota crescente della popolazione decumula ricchezza anziché accumularla. I sistemi pensionistici pubblici a ripartizione su ampia scala sono spesso accusati di contribuire in modo negativo al tasso di risparmio di un'economia. Se i lavoratori attuali considerano la pensione come un sostituto abbastanza stretto del risparmio personale, essi risparmierebbero meno di quanto non farebbero in assenza di sistemi pensionistici pubblici (o in presenza di sistemi a copertura inferiore). D'altra parte, la pensione si materializza solo dopo che i lavoratori hanno raggiunto l'età di pensionamento e, pertanto, rappresenta una forma di risparmio molto illiquida. Per questa ragione, il versamento di contributi previdenziali non adempie alle funzioni di risparmio precauzionale, con cui gli individui cercano di assicurarsi contro l'incertezza futura o il rischio di inattese variazioni del reddito. Pertanto l'ipotesi che il risparmio pensionistico obbligatorio sostituisca completamente quello privato non è plausibile, né è confermata dall'evidenza empirica.

In una società che invecchia, il risparmio privato può diminuire anche per effetto della redistribuzione intergenerazionale. Secondo i risultati della contabilità generazionale sopra descritti, un sistema pensionistico a ripartizione può produrre uno spostamento degli oneri finanziari sulle generazioni future, nella misura in cui il mantenimento delle condizioni di equilibrio dei conti pubblici nel lungo termine richiederà un aumento delle aliquote contributive future o una diminuzione dei trattamenti pensionistici futuri. Ciò ridurrà ulteriormente la propensione al risparmio delle generazioni correnti, considerato l'elevato rendimento relativo che può essere atteso sui contributi sociali.

È possibile, d'altra parte, che si manifestino effetti opposti, e che l'invecchiamento della popolazione produca un aumento del risparmio privato. In particolare, è possibile che i lavoratori riducano i propri consumi correnti poiché prevedono sostanziali incrementi delle imposte o riduzioni del trattamento futuro e desiderano tutelare se stessi o le persone a proprio carico contro il calo di reddito determinato da tali oneri aggiuntivi. Questa reazione può essere innescata dalla crescente incertezza che le generazioni di contribuenti attuali nutrono nei confronti della sostenibilità dei programmi pensionistici e dell'efficacia delle riforme, soprattutto nei paesi con debito elevato. Inoltre, è possibile che la redistribuzione intergenerazionale delle risorse sia condizionata dall'entità dei trasferimenti privati fra generazioni, nella forma di eredità o donazioni fra vivi, che possono in parte compensare gli effetti redistributivi inerenti ai sistemi pensionistici pubblici. Tuttavia, non è affatto chiaro se tali effetti positivi sui risparmi privati potranno annullare gli effetti negativi sopra descritti. Inoltre, in un sistema a ripartizione l'impatto dell'invecchiamento della popolazione sui risparmi privati può dipendere anche dalle imperfezioni dei mercati finanziari e dal grado di miopia che caratterizza il comportamento individuale. Il fatto che gli individui siano soggetti a vincoli di liquidità o siano miopi nell'assumere decisioni di risparmio diminuirà la probabilità che i contributi a un sistema a ripartizione fungano da sostituti dei risparmi privati volontari.

Se le decisioni di risparmio privato sono un fattore determinante per l'offerta di capitale di un'economia, il risparmio nazionale dipende anche dalla politica di finanziamento e di investimento del settore pubblico. Per questo, una valutazione del futuro corso potenziale della formazione di capitale in un'economia deve prendere in debito conto l'interazione fra risparmio pubblico e privato. In particolare, è necessario capire se, nel tempo, l'aumento del risparmio privato potrà compensare almeno in parte il calo del risparmio pubblico dovuto all'incremento della spesa per pensioni. Inoltre, il peso relativo che le Amministrazioni pubbliche attribuiscono alla spesa pubblica in conto capitale rispetto alla spesa primaria corrente

influirà sullo stock complessivo di capitale di un'economia.

L'evidenza empirica relativa agli effetti dell'invecchiamento della popolazione sul risparmio privato e su quello nazionale non consente conclusioni univoche. Tuttavia, esiste fra gli economisti una diffusa preoccupazione circa la possibilità che gli attesi sviluppi demografici di medio periodo producano forti riduzioni dell'offerta di capitale nelle economie industrializzate. Ciò implicherebbe un'insufficiente formazione di capitale fisico e, quindi, un peggioramento del tenore di vita, a meno che il calo delle forze di lavoro connesso all'invecchiamento non sia seguito da un incremento della produttività del lavoro sufficiente a stabilizzare i redditi pro capite anche in presenza di più bassi tassi di investimento. Inoltre, un calo del risparmio nazionale potrebbe avere effetti importanti sui saldi di conto corrente, sui flussi internazionali di capitale e, di conseguenza, sui tassi di interesse e di cambio reali.

Gli attesi effetti dell'invecchiamento della popolazione sui sistemi pensionistici esistenti influiranno anche sulla disponibilità degli individui a fornire lavoro e, quindi, sulle condizioni future del mercato del lavoro nell'area dell'euro (cfr. anche l'articolo intitolato *Evoluzione e caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro nell'area dell'euro* nel numero di maggio di questo Bollettino). Gli incentivi esistenti al pensionamento anticipato e il livello crescente dei contributi sociali hanno contribuito in passato a creare squilibri nei mercati del lavoro dell'area dell'euro. Un aumento delle aliquote contributive previdenziali della misura necessaria a ripristinare la sostenibilità dei conti pubblici influirebbe fortemente sulle condizioni del mercato del lavoro, accrescendo il divario fra costo del lavoro e salari netti e creando disincentivi a partecipare al mercato del lavoro e ad assumere lavoratori. Il livello dei contributi rappresenta quindi di per sé un fattore chiave ai fini della solidità finanziaria dell'assetto pensionistico pubblico e, più in generale, della competitività internazionale dell'area dell'euro. Considerati gli alti tassi di disoccupazione prevalenti nella maggior parte degli Stati membri, un aumento dei contributi rispetto

ai già elevati livelli attuali non costituisce una risposta praticabile al problema del fabbisogno di finanziamento di medio e lungo periodo dei sistemi pensionistici.

È opinione diffusa, inoltre, che l'invecchiamento della popolazione indurrà un calo della produttività del lavoro dovuto al fatto che i lavoratori più anziani sono anche meno mobili e flessibili. Ciò avrebbe un effetto negativo sulle condizioni di crescita economica, che si verrebbe ad aggiungere alla perdita potenziale di prodotto risultante dalla contrazione delle forze di lavoro dovuta all'invecchiamento della popolazione. D'altra parte, tale effetto potrebbe almeno in parte essere compensato dalla maggior esperienza tipica dei lavoratori più anziani.

In conclusione, l'invecchiamento della popolazione potrà produrre effetti economici complessi e potenzialmente negativi, soprattutto in un contesto di sistemi pensionistici a ripartizione a copertura universale. Secondo alcune simulazioni delle tendenze di bilancio pubblico ed economiche in un contesto di equilibrio economico generale, considerati i diversi effetti dell'invecchiamento della popolazione e i rispettivi legami fra variabili economiche, un mantenimento delle politiche attuali potrebbe produrre nei prossimi cinquanta anni una sostanziale perdita di prodotto nella UE nel suo complesso. L'invecchiamento della popolazione indurrebbe una sensibile riduzione del tasso di crescita annuo del PIL, con effetti negativi per la competitività internazionale dell'Unione oltre che per il tenore di vita dei suoi abitanti. Ciò verrebbe ad accrescere considerevolmente gli oneri finanziari diretti che già gravano sulle finanze pubbliche e sulla sostenibilità delle politiche fiscali per effetto dell'invecchiamento della popolazione. Un calo dei tassi di crescita economica e un aumento dei tassi di interesse reali nel lungo periodo aggraverebbero sostanzialmente i prevedibili problemi finanziari dei programmi pensionistici pubblici. Di conseguenza, un intervento pubblico efficace dovrà affrontare in modo diretto le conseguenze di un aumento della spesa per pensioni sui conti pubblici, oltre a offrire incentivi a un aumento della formazione di capitale e dell'occupazione.

2 La riforma delle pensioni

Gli incombenti problemi connessi all'invecchiamento della popolazione sono senza precedenti dal punto di vista del loro impatto quantitativo. La consapevolezza dei rischi economici e sul bilancio prodotti dallo sviluppo demografico ha animato il dibattito sulla struttura dei trasferimenti pubblici portando a una graduale riforma dei sistemi pensionistici in diversi paesi. In alcuni Stati membri la transizione a sistemi con una più solida base finanziaria è già avvenuta in passato. Nondimeno, appare ora chiara la necessità di procedere a ulteriori sostanziali correzioni dei sistemi pensionistici, accompagnate da ulteriori riforme in altri settori della finanza pubblica. Senza tali cambiamenti, si renderanno necessari considerevoli incrementi delle aliquote contributive o del debito pubblico, ovvero sostanziali tagli alle prestazioni, con grave danno per l'efficienza economica e l'equità intergenerazionale. Si tratta di interventi che non possono essere rimandati se non al rischio di rendere necessarie misure ancora più dolorose. In genere, il dibattito ha trattato in modo esaustivo due varianti di riforma: (1) l'adeguamento dei programmi pensionistici pubblici esistenti con riferimento alla struttura delle prestazioni e dei contributi (spesso definite "riforme parametriche"); e (2) modifiche più drastiche nella direzione di una transizione verso sistemi a capitalizzazione che basano le prestazioni future sulle attività accumulate ("riforme di sistema"). Nella pratica, le riforme proposte rappresentano spesso una combinazione di queste due varianti.

Prima di passare all'analisi delle due varianti, vale la pena di sottolineare nuovamente che una riforma strutturale generale del settore pubblico e un risanamento complessivo dei conti pubblici potranno contribuire a finanziare forti aumenti delle pensioni nel medio termine. La capacità di uno Stato di rispondere alle sfide future dipenderà in modo determinante dalla situazione delle sue finanze nel momento in cui la transizione demografica diventa più evidente. Una volta che le spese connesse con l'età della popolazione cominceranno ad aumentare secondo il rapido sentiero di crescita previsto, diventerà difficile rispettare le regole di bilancio stabilite fra gli Stati membri mantenendo, nel contempo, la flessibilità

necessaria a reagire a cambiamenti ciclici o imprevisti. Gli Stati membri sono pertanto esortati a perseguire fin d'ora una politica preventiva accelerando la riduzione del debito e del disavanzo. In molti paesi è urgente procedere a un ampliamento dei margini di sicurezza dei bilanci in modo da coprire i rischi demografici. Le attuali tendenze economiche favorevoli devono essere considerate come un'opportunità per anticipare l'assunzione delle misure necessarie.

Un altro fattore fondamentale nel contesto degli oneri di bilancio e di quelli economici complessivi correlati all'invecchiamento della popolazione è rappresentato dall'evoluzione dei mercati del lavoro nel medio termine. Come già affermato sopra, nel quadro di un sistema a ripartizione l'incremento degli oneri finanziari futuri non sarà determinato tanto dall'indice di dipendenza "demografico" quanto dal rapporto iscritti/pensioni (ovvero il rapporto fra il numero di finanziatori e quello dei percettori in un sistema pensionistico). Pertanto, una preconditione essenziale per affrontare le sfide future prevede l'aumento degli occupati in percentuale della popolazione, mediante un miglioramento del funzionamento dei mercati del lavoro e la riduzione dei disincentivi che limitano l'offerta di lavoro e l'assunzione di lavoratori.

Riforme parametriche

Data l'inerzia degli assetti pensionistici attuali, la modifica dei parametri dei sistemi vigenti è spesso apparsa come la scelta politica più fattibile. Inoltre, in passato il ripristino della solvibilità dei sistemi pensionistici in presenza di crescenti squilibri finanziari si è normalmente potuto compiere al costo di aumenti delle aliquote contributive o di trasferimenti di bilancio relativamente contenuti. Data l'entità degli incombenti problemi demografici, si rende ora necessaria una modifica più sostanziale degli assetti pensionistici esistenti, e il problema è al centro del dibattito in molti paesi dell'area dell'euro. Tale dibattito ha luogo nel contesto di una rapida globalizzazione delle economie. La crescente resistenza opposta dai contribuenti attuali e la concorrenza internazionale fra sistemi

fiscali fanno sì che le Amministrazioni pubbliche siano sottoposte a vincoli sempre più stringenti nel ricorso all'imposizione fiscale per il finanziamento di incrementi dei trattamenti pensionistici futuri. Pertanto, il dibattito nell'ambito delle riforme parametriche si concentra per lo più su varianti il cui elemento fondamentale è la riduzione delle prestazioni e che prevedono normalmente un'applicazione graduale che realizzi i propri effetti soprattutto sui percettori futuri. Fra le opzioni fondamentali per ridurre le prestazioni figurano (1) un aumento dell'età media effettiva di pensionamento, (2) una riduzione dei tassi di sostituzione e (3) una modifica delle regole di indicizzazione delle pensioni. È generalmente riconosciuta la necessità di prevedere un periodo relativamente lungo prima che il nuovo assetto possa andare a regime. Ciò consentirà ai lavoratori di correggere gradualmente i loro piani di consumo e di risparmio, in modo da poter compensare il calo nelle pensioni di vecchiaia attese risparmiando di più durante l'età lavorativa.

L'innalzamento dell'età a cui un dipendente ha diritto a ricevere la pensione viene spesso giustificato con l'aumento della speranza di vita e il miglioramento delle condizioni di salute che caratterizzano in media i lavoratori nell'età tradizionalmente considerata idonea per la pensione. In particolare, le età di pensionamento sono state definite in un'epoca in cui la speranza di vita era significativamente inferiore a quella attuale o a quella prevista per il futuro. Negli ultimi decenni, inoltre, forti incentivi a uscire dal mercato del lavoro hanno fatto sì che i lavoratori tendessero mediamente a smettere di lavorare prima di aver raggiunto l'età del pensionamento obbligatorio. In un'ottica di bilancio, un aumento dell'età di pensionamento offre il vantaggio di aumentare il numero di anni in cui il lavoratore medio contribuisce al sistema pensionistico, riducendo nel contempo il numero di anni in cui il pensionato medio percepisce i trasferimenti. Diversi paesi dell'area dell'euro hanno di recente introdotto o annunciato un graduale aumento dell'età di pensionamento legale. Secondo diverse stime, un incremento di cinque anni dell'età di pensionamento effettiva ridurrebbe in modo sostanziale l'onere gravante sui sistemi pensionistici di alcuni paesi.

Un'altra riforma oggetto di discussione è collegata a una correzione dei tassi di sostituzione medi. La generosità di un piano pensionistico a ripartizione è caratterizzata essenzialmente dal numero di anni utilizzati come periodo di riferimento per la valutazione della storia lavorativa di un individuo, nonché dal coefficiente determinante il beneficio pensionistico rispetto al reddito annuo valutato (il "fattore di accumulazione"). Pertanto, il tasso medio di sostituzione può essere corretto sia modificando il fattore di accumulazione, sia aumentando il numero di anni di reddito presi in considerazione ai fini del calcolo della pensione. Tali riforme ridurrebbero la generosità dei programmi pensionistici pubblici, spesso considerata eccessiva in diversi paesi dell'area dell'euro, introducendo maggiori elementi di equità attuariale, ovvero una più stretta commisurazione dei trattamenti pensionistici ai contributi versati.

L'evoluzione del tasso di sostituzione può essere alterata anche modificando le regole di indicizzazione applicate alle pensioni. Indicizzando le pensioni ai prezzi piuttosto che ai salari è possibile conseguire considerevoli risparmi di spesa. Tuttavia, nell'ipotesi che i salari reali dei lavoratori aumentino nel tempo, tale tipo di indicizzazione fa sì che la posizione relativa di reddito dei pensionati tenda a deteriorarsi rispetto a quella dei lavoratori. Al contrario, quando le pensioni sono indicizzate alla crescita dei salari lordi nominali, un incremento delle tasse o dei contributi previdenziali garantirà ai pensionati una posizione migliore rispetto ai lavoratori. Diversi paesi in cui si applica l'indicizzazione ai salari hanno pertanto scelto di utilizzare come riferimento i salari netti e non quelli lordi. Tale misura presenta, secondo i suoi sostenitori, il vantaggio di consentire risparmi di spesa e una più equa distribuzione degli oneri finanziari fra generazioni. Risultati finanziari positivi possono inoltre essere conseguiti mediante la temporanea sospensione dell'indicizzazione ai salari, che produrrebbe una permanente riduzione dei tassi di sostituzione dei pensionati attuali. Alcuni paesi hanno recentemente assunto o annunciato misure che modificano l'indicizzazione delle pensioni per un periodo limitato di tempo.

Le riforme di tipo parametrico iniziate o dibattute in passato sono state spesso accusate di avere

natura temporanea, e in molti casi tale accusa si è rivelata fondata. In particolare, esse non apparivano atte a risolvere in modo permanente il problema della solidità finanziaria della previdenza sociale, considerato che il livello dei contributi o delle prestazioni restava sempre suscettibile di modifiche in seguito all'evoluzione della situazione politica e finanziaria. Secondo i fautori di misure più radicali, la resistenza incontrata dalle riforme di tipo parametrico è spesso dipesa da tale problema di credibilità. Inoltre, dato per acquisito che il finanziamento di un sistema a ripartizione universale non è sostenibile nell'attuale situazione demografica, negli ultimi decenni è emerso un ampio sostegno in favore di un ruolo crescente della componente a capitalizzazione nei sistemi pensionistici futuri. Tale cambiamento comporta una riforma di sistema piuttosto che una parametrica.

Riforme di sistema

Nei regimi pensionistici a capitalizzazione, a coloro che versano contributi previdenziali vengono attribuiti dei conti individuali, rappresentativi di un diritto di proprietà simile a quello che definisce la titolarità di altre attività. In un programma a contributi definiti, i contributi sono predeterminati, normalmente in percentuale del reddito da lavoro, mentre il trattamento pensionistico equivale a un vitalizio finanziato dalle attività e dagli interessi accumulati nei conti individuali. Se il sistema è in equilibrio dal punto di vista attuariale, le aliquote contributive di un sistema a capitalizzazione sono fissate al livello che rende il valore attuale di tutti gli introiti futuri uguale a quello dei trattamenti futuri, sulla base di ipotesi relative, fra l'altro, al numero dei pensionati e dei contribuenti futuri e alla dinamica salariale. Ciò comporta un importante vantaggio: in un sistema a capitalizzazione l'aliquota contributiva segnala i costi effettivi correnti e futuri dell'erogazione di pensioni, costi che possono risultare ampiamente sottostimati nel caso delle aliquote contributive dei vigenti sistemi a ripartizione. Nell'area dell'euro, i Paesi Bassi e la Finlandia gestiscono una quota significativa delle pensioni di vecchiaia con un sistema a capitalizzazione, al pari di altri Stati membri e di altre economie industriali nel mondo.

I sistemi pensionistici a capitalizzazione possono essere distinti in due categorie, le cui caratteristiche si trovano normalmente combinate nei programmi esistenti: i piani a capitalizzazione parziale e quelli a capitalizzazione completa. Inoltre, i sistemi a capitalizzazione si distinguono in sistemi a gestione pubblica o privata, e ad adesione obbligatoria o volontaria. La gestione a capitalizzazione parziale, tipicamente applicata nel contesto di sistemi pubblici a contribuzione obbligatoria, è stata introdotta in passato in alcuni paesi dell'area dell'euro. Altri paesi gestiscono sistemi nazionali a capitalizzazione, in cui le aliquote contributive sono fissate in linea con i requisiti di un sistema a capitalizzazione, ovvero al di sopra del livello necessario a finanziare l'erogazione delle pensioni correnti. I contributi, tuttavia, non sono investiti in attività, ma vanno all'Amministrazione pubblica che può utilizzare i saldi positivi del bilancio del sistema pensionistico per ridurre il debito in essere. Viene così mantenuta la funzione di segnale delle aliquote contributive, tipica del sistema a capitalizzazione.

Rispetto ai sistemi a ripartizione, i sistemi a capitalizzazione garantiscono un legame più diretto fra i contributi versati dai lavoratori e i trattamenti che questi possono aspettarsi di ricevere dopo il pensionamento. Tale collegamento risulta spesso confuso nei sistemi a ripartizione, soprattutto perché essi adempiono a diverse funzioni distributive – spesso non correlate all'offerta di una pensione di vecchiaia, come per esempio la sostituzione dei trasferimenti ai disoccupati con trattamenti di pensionamento anticipato – e non sono normalmente in grado di offrire tassi di rendimento sui contributi versati in linea con quelli di mercato. Si ritiene pertanto che un maggior ricorso alla capitalizzazione possa ridurre le distorsioni sui mercati del lavoro, creando un collegamento equo dal punto di vista attuariale fra contributi e prestazioni. L'accumulo di riserve finanziarie a copertura delle promesse di pensione sembra inoltre comportare costi inferiori rispetto alla gestione a ripartizione. Ciò può essere dimostrato in genere per una situazione in cui il tasso di interesse reale è superiore alla somma del tasso di crescita della produttività e della crescita demografica, ossia quando l'economia si muove su un sentiero di crescita dinamicamente efficiente. Nella maggior parte dei casi, quindi, la

gestione a capitalizzazione consentirebbe di evitare quegli interventi (ulteriori aumenti delle aliquote contributive o sostanziali riduzioni dei trattamenti pensionistici) necessari al mantenimento dei vigenti sistemi a ripartizione. Con la transizione a un sistema in cui sia maggiore il ruolo della componente a capitalizzazione, sarà quindi possibile proteggere i mercati del lavoro da ulteriori effetti sfavorevoli di un aumento dei costi delle pensioni e dell'associato fabbisogno finanziario. Benefici in termini di efficienza e risparmi sui costi potranno inoltre essere conseguiti mediante un maggior coinvolgimento delle società private nella gestione dei fondi pensione. Ciò, peraltro, contribuirebbe a tutelare la previdenza sociale dalle pressioni politiche, rendendola meno vulnerabile ai cicli elettorali e più sicura dal punto di vista della popolazione.

A questi vantaggi va aggiunto quello di favorire una più efficiente allocazione delle risorse, poiché l'accumulo di ingenti attività per il finanziamento delle pensioni determinerà un'evoluzione favorevole dei mercati di capitali, di fatto accelerandola. L'istituzione di grossi fondi pensione dovrebbe creare una forte domanda di strumenti finanziari, accrescendo la liquidità e la profondità dei mercati. Si ritiene inoltre che i sistemi pensionistici a capitalizzazione dovrebbero consentire una maggiore partecipazione dei lavoratori ai benefici economici risultanti dalla globalizzazione, favorendo l'accettazione del ruolo dei mercati dei capitali e dei rendimenti finanziari da parte della popolazione. Infine, la transizione a un sistema a capitalizzazione è stata spesso indicata come un fattore che accresce il risparmio nazionale, contribuendo quindi a un incremento del potenziale di crescita economica di lungo periodo, oltre a produrre un sistema più equo dal punto di vista della condivisione dei costi intergenerazionali.

D'altra parte, il passaggio a programmi pensionistici a capitalizzazione non manca di sollevare anche importanti dubbi. Una prima serie di gravi problemi è connessa propriamente alla transizione da un sistema all'altro. Se i lavoratori attuali aderiscono a un piano pensionistico a contribuzione definita, i loro contributi dovranno essere investiti in conti previdenziali individuali. Di conseguenza la previdenza pubblica dovrà onorare i diritti alla pensione dei pensionati attuali, maturati sulla base di un

sistema a ripartizione, senza poter attingere ai versamenti dei lavoratori. Ciò farà emergere dei disavanzi le cui dimensioni riveleranno l'entità delle passività implicite accumulate dai sistemi a ripartizione.

Inoltre, l'entità del risparmio pensionistico tipicamente sostenibile da parte di un lavoratore a basso reddito potrebbe non essere sempre sufficiente a fargli maturare una pensione che gli garantisca un sostentamento dignitoso dopo il pensionamento. Più in generale, uno svantaggio importante dei sistemi a capitalizzazione a contribuzione definita è individuato nel rischio di investimento imposto ai pensionati, poiché il trattamento pensionistico dipende in gran misura dal rendimento reale delle attività accumulate, che è incerto. I fondi pensione accumulati potrebbero pertanto non essere sufficienti a compensare integralmente la perdita di reddito da lavoro una volta raggiunta l'età di pensionamento. In tal caso, sarebbe necessario l'intervento a fini redistributivi di altri strumenti di politica fiscale finanziati con le imposte.

Anche alcuni altri dei supposti vantaggi dei sistemi a capitalizzazione sono stati oggetto di contestazione. È normalmente riconosciuto che la base finanziaria dei sistemi a ripartizione si deteriora con il calo del numero di finanziatori. Tuttavia, in linea di principio, anche un sistema a capitalizzazione dipende dalla composizione anagrafica della popolazione. In un sistema a capitalizzazione a contribuzione definita, una volta raggiunta la pensione gli anziani cercheranno di vendere le attività accumulate a quanti sono ancora in età lavorativa. Considerato l'atteso declino del numero di lavoratori, la domanda delle attività offerte dai pensionati, e quindi anche il valore delle stesse e quello del vitalizio che queste dovrebbero garantire, potrebbero risultare proporzionalmente inferiori. Un altro problema collegato all'introduzione di sistemi a capitalizzazione è connesso alla necessità di investire maggiori risparmi privati sui mercati finanziari, con il rischio di ridurre il rendimento delle attività finanziarie. Tale obiezione, tuttavia, trova una risposta nel fatto che i fondi pensione potranno anche essere investiti in paesi in cui il fabbisogno di capitali e i rendimenti delle attività finanziarie sono relativamente elevati, in particolare nelle economie in transizione, in quelle emergenti o in via di sviluppo. In genere, i sistemi a capitalizzazione dovrebbero godere della libertà di scegliere le strategie di investimento che sembrano

offrire il rendimento più elevato senza esporsi a rischi eccessivi, per esempio mediante una diversificazione internazionale dei portafogli. Nei sistemi esistenti, tale libertà è spesso limitata dalla normativa nazionale.

Nel sintetizzare una varietà di punti di vista, il dibattito in corso manifesta una certa preferenza per una combinazione degli elementi tipici dei due sistemi, al fine di poter beneficiare dei rispettivi vantaggi, diversificando ampiamente i rischi. Più specificamente, viene di frequente affermato

che i sistemi pubblici a ripartizione dovrebbero servire a fornire unicamente una pensione di base forfettaria, che dovrebbe essere integrata da trattamenti aggiuntivi commisurati ai redditi passati. Tali pensioni integrative dovrebbero essere finanziate sia mediante un pilastro pensionistico, pubblico o privato, a contribuzione obbligatoria, sia mediante un pilastro privato a contribuzione volontaria. Tale approccio tripartito – sia pure con caratteristiche diverse – è stato adottato con successo in alcuni paesi ed è in esame in molti altri.

3 Conclusioni

L'invecchiamento della popolazione è probabilmente la sfida più temibile che le politiche fiscali dell'area dell'euro dovranno affrontare nei decenni a venire. Considerata l'entità della prevista variazione della struttura demografica e l'alta incidenza della spesa per pensioni sui bilanci pubblici, è urgente procedere a una riforma delle pensioni e a un più ampio adeguamento del settore pubblico al fine di prepararsi ai fabbisogni finanziari futuri. Nel perseguire una riforma delle pensioni, gli Stati membri dovranno porsi come obiettivo principale e costante la sostenibilità dei sistemi pensionistici nel lungo termine, piuttosto che i fabbisogni finanziari di breve periodo. La maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha rimandato l'applicazione delle misure necessarie e, quindi, appare mal preparata ad affrontare il previsto aumento dei trasferimenti pubblici. Inoltre, diversi paesi presentano ancora un debito pubblico esplicito eccessivamente elevato o devono ancora conseguire posizioni di bilancio complessive in linea con le disposizioni del Patto di stabilità e crescita, il cui obiettivo minimo prevede posizioni di bilancio che consentano il pieno funzionamento degli stabilizzatori automatici durante il ciclo economico, senza che il disavanzo pubblico superi il valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Ulteriori margini di sicurezza sono, tuttavia, necessari anche al fine di affrontare i rischi di bilancio non correlati alle fluttuazioni cicliche. Nel prossimo futuro, gli Stati membri dovranno creare tali margini, accelerando la riduzione del disavanzo e del debito, in modo da far sì che le loro finanze pubbliche si trovino in uno stato di sufficiente

solidità nel momento in cui il processo di invecchiamento della popolazione entrerà nella sua fase più rapida. La robusta crescita economica prevista per i prossimi anni va considerata come la migliore opportunità per introdurre le misure necessarie.

Anche se un complessivo riequilibrio delle finanze pubbliche potrà alleggerire gli oneri finanziari connessi con l'invecchiamento della popolazione, ciò non riduce la necessità di più specifiche riforme dei sistemi dei trasferimenti pubblici. In questo contesto, sarà necessario che vengano corrette le esistenti distorsioni dei mercati del lavoro dell'UE, riconducibili agli elevati oneri fiscali e ai disincentivi all'offerta e alla domanda di lavoro. In generale, le riforme dovranno trasmettere chiaramente il segnale che gli interventi correttivi riconoscono l'urgenza della questione e sono concepiti per affrontare il problema della sostenibilità fiscale a lungo termine, piuttosto che per correggere gli squilibri finanziari di breve periodo. Nel quadro dei sistemi esistenti, la riforma dovrebbe comprendere elementi quali l'innalzamento delle età standard di pensionamento e la modifica del tasso di sostituzione, possibilmente collegando tali parametri alla speranza di vita. Oltre alla riduzione delle prestazioni offerte dai programmi pubblici a ripartizione, un contributo positivo alla sostenibilità delle finanze pubbliche potrà provenire dalla graduale integrazione di tali sistemi con piani pensionistici a capitalizzazione a partecipazione privata. Alcuni Stati membri si sono già avviati con successo su questa strada.



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	6*
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	6*
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria	8*
1.5	Posizione di liquidità del sistema bancario	9*
2	Andamenti monetari 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, distinti per controparte, forma tecnica e scadenza originaria	17*
2.6	Depositi presso le IFM, per settore depositante e per tipo di strumento	18*
2.7	Principali attività e passività delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	19*
2.8	Scomposizione per valuta di alcune passività e attività delle IFM dell'area dell'euro	20*
3	Mercati finanziari e tassi di interesse nell'area dell'euro	
3.1	Tassi di interesse del mercato monetario	22*
3.2	Rendimenti dei titoli di Stato	23*
3.3	Indici del mercato azionario	24*
3.4	Tassi di interesse bancari al dettaglio	25*
3.5	Emissioni di titoli, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	26*
3.6	Titoli denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente	28*
4	IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro	
4.1	Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)	34*
4.2	Altri indicatori dei prezzi	35*
5	Indicatori congiunturali per l'area dell'euro	
5.1	Conti nazionali	36*
5.2	Altri indicatori congiunturali	38*
5.3	Inchieste congiunturali presso le famiglie e le imprese	39*
5.4	Indicatori del mercato del lavoro	40*
6	Risparmio, investimenti e saldi finanziari nell'area dell'euro	41*
7	Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro e nei paesi dell'area	42*
8	Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro (incluse le riserve)	
8.1	Bilancia dei pagamenti: principali voci	44*
8.2	Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale	45*
8.3	Bilancia dei pagamenti: conto dei redditi	46*
8.4	Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti e di portafoglio	47*
8.5	Bilancia dei pagamenti: altri investimenti e riserve ufficiali	48*
8.6	Posizione patrimoniale verso l'estero e riserve ufficiali	50*
9	Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni)	51*
10	Tassi di cambio	54*
11	Indicatori economici e finanziari per gli altri Stati membri della UE	56*
12	Indicatori economici e finanziari per i principali paesi non UE	
12.1	Indicatori economici e finanziari	57*
12.2	Risparmio, investimenti e saldi finanziari	58*

Note tecniche 59*

Note generali 61*

I Statistiche sulla politica monetaria

Tavola 1.1

Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	Oro e crediti in oro	Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	Prestiti in euro a controparti del settore finanziario dell'area dell'euro	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanz. a più lungo termine	Operazioni temporanee di fine-tuning
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000 4 feb.	116.248	257.465	15.278	4.505	202.290	131.113	69.996	0
11	116.071	257.133	15.969	4.602	199.257	128.096	69.996	0
18	116.000	256.516	15.419	4.801	196.077	125.052	69.996	0
25	115.946	255.627	15.454	4.716	193.309	121.956	69.996	0
3 mar.	115.945	254.584	16.076	4.658	218.321	152.003	64.998	0
10	115.945	254.985	15.547	4.466	201.929	136.101	64.998	0
17	115.945	256.714	15.276	4.632	197.820	132.022	64.996	0
24	115.945	255.508	15.455	4.149	202.874	137.008	64.996	0
31	115.676	267.136	16.938	4.131	201.733	140.871	60.000	0
7 apr.	115.677	267.192	16.746	4.616	197.546	136.770	60.000	0
14	115.677	267.972	16.706	4.564	190.999	129.864	60.000	0
21	115.677	267.366	17.335	4.829	201.782	140.115	60.000	0
28	115.677	267.406	17.349	4.833	209.911	147.156	59.999	0
5 mag.	115.677	266.475	17.500	4.834	214.169	152.812	59.999	0
12	115.677	264.161	18.202	4.680	196.865	135.608	59.999	0
19	115.677	270.555	17.825	4.988	198.601	137.533	59.999	0
26	115.677	267.485	17.556	4.988	205.413	144.080	59.995	0
2 giu.	115.677	265.353	19.344	4.850	201.957	140.340	59.905	0
9	115.677	264.791	18.333	4.722	198.214	136.728	59.905	0
16	115.677	264.177	18.138	4.717	204.375	142.783	59.905	0
23	115.677	263.531	18.262	4.529	206.453	142.020	59.905	0
30	121.188	263.926	18.325	4.130	234.528	172.961	59.907	0

2. Passività

	Banconote	Passività in euro verso controparti del settore finanziario dell'area dell'euro	Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	Depositi overnight	Depositi a tempo determinato	Operazioni temporanee di fine-tuning	Depositi connessi a scarti di garanzia	Certificati di debito
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000 4 feb.	349.983	108.021	107.970	32	0	0	19	7.876
11	348.690	107.672	107.624	29	0	0	19	7.876
18	346.113	109.479	109.386	68	0	0	25	7.876
25	345.046	95.549	95.429	97	0	0	23	7.876
3 mar.	349.733	122.882	122.828	39	0	0	15	7.876
10	349.984	105.429	105.367	46	0	0	16	7.876
17	347.725	106.159	105.799	343	0	0	17	7.876
24	345.861	103.195	102.997	182	0	0	16	7.876
31	347.917	111.151	110.076	1.075	0	0	0	6.265
7 apr.	351.026	112.258	112.229	29	0	0	0	6.265
14	351.012	101.179	101.157	22	0	0	0	6.265
21	355.714	113.857	109.440	4.416	0	0	1	6.265
28	354.266	111.871	101.478	10.371	0	0	22	6.265
5 mag.	355.893	122.195	122.129	41	0	0	25	6.265
12	354.655	104.640	104.335	291	0	0	14	6.265
19	352.117	118.570	118.401	150	0	0	19	6.265
26	350.858	115.949	115.908	26	0	0	15	6.265
2 giu.	355.498	114.669	114.637	25	0	0	7	6.265
9	357.130	109.696	109.665	25	0	0	6	6.265
16	354.702	116.117	116.072	33	0	0	12	6.265
23	353.587	109.841	108.429	1.400	0	0	12	6.265
30	355.726	120.417	120.316	91	0	0	10	6.265

Fonte: BCE.

							Totale		
Operazioni temporanee di tipo strutturale	Operazioni di rifinanziamento marginale	Crediti connessi a scarti di garanzia	Altri crediti	Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	Altre attività			
9	10	11	12	13	14	15	16		
0	18	110	1.053	24.363	59.255	83.072	762.476	2000	4 feb.
0	135	76	954	24.205	59.255	82.933	759.425		11
0	48	30	951	24.071	59.255	83.715	755.854		18
0	21	84	1.252	24.576	59.255	83.324	752.207		25
0	402	96	822	24.850	59.021	84.194	777.649		3 mar.
0	67	97	666	24.916	59.021	83.180	759.989		10
0	30	92	680	24.695	59.021	83.085	757.188		17
0	24	114	732	25.208	59.021	83.018	761.178		24
0	62	69	731	25.309	59.021	84.477	774.421		31
0	132	67	577	24.954	59.021	84.676	770.428		7 apr.
0	289	76	770	25.034	59.021	85.629	765.602		14
0	430	60	1.177	24.944	59.021	86.251	777.205		21
0	1.573	29	1.154	24.937	59.021	83.828	782.962		28
0	144	32	1.182	25.347	59.032	83.446	786.480		5 mag.
0	92	35	1.131	25.225	59.032	84.232	768.074		12
0	135	30	904	25.103	59.026	84.128	775.903		19
0	193	41	1.104	25.191	59.026	83.886	779.222		26
0	330	81	1.301	25.030	59.026	83.657	774.894		2 giu.
0	163	56	1.362	25.163	59.026	84.056	769.982		9
0	80	49	1.558	24.852	58.986	83.897	774.819		16
0	3.050	53	1.425	25.171	58.986	84.159	776.768		23
0	145	89	1.426	25.086	58.986	86.299	812.468		30

								Totale		
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 dell'FMI	Altre passività	Rivalutazioni	Capitale e riserve			
9	10	11	12	13	14	15	16	17		
50.717	7.030	999	14.477	6.531	55.919	107.483	53.440	762.476	2000	4 feb.
50.813	6.912	1.046	13.138	6.531	55.150	107.379	54.218	759.425		11
48.627	7.062	823	11.923	6.531	55.822	107.379	54.219	755.854		18
60.837	7.792	770	10.520	6.531	55.663	107.379	54.244	752.207		25
55.238	6.998	807	10.082	6.531	55.879	107.379	54.244	777.649		3 mar.
54.599	7.076	805	9.877	6.531	56.159	107.379	54.274	759.989		10
51.599	6.899	882	11.340	6.531	56.554	107.357	54.266	757.188		17
61.001	7.135	884	9.624	6.532	57.476	107.357	54.237	761.178		24
52.334	7.001	933	9.924	6.762	59.864	118.011	54.259	774.421		31
46.811	7.545	900	11.285	6.762	54.965	118.008	54.603	770.428		7 apr.
51.133	7.086	884	13.039	6.763	55.630	118.007	54.604	765.602		14
45.684	7.323	958	13.035	6.763	54.995	118.007	54.604	777.205		21
53.831	7.694	816	13.523	6.763	55.321	118.007	54.605	782.962		28
45.523	7.357	805	13.271	6.763	55.739	118.007	54.662	786.480		5 mag.
46.144	7.120	915	12.361	6.763	56.541	118.007	54.663	768.074		12
37.673	7.158	921	17.910	6.763	55.540	118.007	54.979	775.903		19
47.699	7.269	840	14.723	6.763	55.869	118.007	54.980	779.222		26
40.153	7.242	842	14.362	6.763	56.112	118.007	54.981	774.894		2 giu.
39.480	7.842	817	13.204	6.763	55.664	118.007	55.114	769.982		9
41.339	7.081	815	12.578	6.763	56.037	118.007	55.115	774.819		16
50.836	7.131	819	12.281	6.763	56.123	118.007	55.115	776.768		23
65.224	7.305	814	13.272	6.691	60.749	120.893	55.112	812.468		30

Tavola 1.2**Tassi di interesse della BCE**

(valori percentuali in ragione d'anno per i livelli; punti percentuali per le variazioni)

Con effetto dal ¹⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
			Tasso fisso	Tasso minimo di offerta			
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...

Fonte: BCE.

- 1) La data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, se non indicato diversamente, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata.
- 2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base 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.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

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)

1. Operazioni di rifinanziamento principali

Data di regolamento	Importi richiesti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
			Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
2000 12 gen.	914.566	35.000	3,00	-	-	-	14
19	1.145.548	77.000	3,00	-	-	-	14
26	1.520.993	69.000	3,00	-	-	-	14
2 feb.	3.012.630	62.000	3,00	-	-	-	14
9	1.036.648	66.000	3,25	-	-	-	14
16	1.022.832	59.000	3,25	-	-	-	14
23	2.126.309	63.000	3,25	-	-	-	14
1 mar.	2.901.133	89.000	3,25	-	-	-	14
8	1.627.522	47.000	3,25	-	-	-	14
15	4.165.993	85.000	3,25	-	-	-	14
22	1.661.995	52.000	3,50	-	-	-	14
29	3.022.435	89.000	3,50	-	-	-	14
5 apr.	2.869.408	48.000	3,50	-	-	-	14
12	4.290.278	82.000	3,50	-	-	-	15
19	4.277.306	58.000	3,50	-	-	-	15
27	5.492.939	89.000	3,50	-	-	-	13
4 mag.	4.624.944	64.000	3,75	-	-	-	13
10	6.352.776	72.000	3,75	-	-	-	14
17	6.574.441	66.000	3,75	-	-	-	14
24	7.057.234	78.000	3,75	-	-	-	14
31	7.127.001	62.000	3,75	-	-	-	15
7 giu.	8.491.195	75.000	3,75	-	-	-	14
15	3.544.808	68.000	4,25	-	-	-	13
21	1.867.673	74.000	4,25	-	-	-	14
28 ²⁾	201.612	99.000	-	4,25	4,29	4,32	14
5 lug.	171.848	58.000	-	4,25	4,29	4,30	14

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 regolate.
- 2) Cfr. nota 3 della tavola 1.2. Il tasso marginale si riferisce al tasso più basso al quale i finanziamenti sono stati aggiudicati.

2. Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Data di regolamento	Importi richiesti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni)
				Tasso marginale ³⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	Tasso fisso 3	4	5	6
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	2,97	98
29 apr.	66.911	15.000	-	2,53	2,54	91
27 mag.	72.294	15.000	-	2,53	2,54	91
1 giu.	76.284	15.000	-	2,63	2,64	91
29	64.973	15.000	-	2,65	2,66	91
26 ago.	52.416	15.000	-	2,65	2,66	91
30 set.	41.443	15.000	-	2,66	2,67	84
28 ott.	74.430	25.000	-	3,19	3,42	91
25 nov.	74.988	25.000	-	3,18	3,27	98
23 dic.	91.088	25.000	-	3,26	3,29	98
2000 27 gen.	87.052	20.000	-	3,28	3,30	91
2 mar.	72.960	20.000	-	3,60	3,61	91
30	74.929	20.000	-	3,78	3,80	91
27 apr.	64.094	20.000	-	4,00	4,01	91
1 giu.	64.317	20.000	-	4,40	4,42	91
29	41.833	20.000	-	4,49	4,52	91

3. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Altre operazioni effettuate mediante asta						Durata della operazione (giorni)
	Tipo di operazione	Importi richiesti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		
				Tasso fisso	Tasso marginale	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
2000 5 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.420	14.420	-	3,00	3,00	7
21 giu.	Operazione temporanea	18.845	7.000	-	4,26	4,28	1

3) Cfr. nota 2.

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 c/c; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi)	Titoli obbligazionari con scadenza 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 con scadenza oltre i 2 anni
	1	2	3	4	5	6	7
1999 mag.	8.797,6	4.867,1	101,1	158,7	1.130,8	541,0	1.999,0
giu.	8.857,3	4.916,6	106,3	152,0	1.145,5	517,6	2.019,3
lug.	8.848,9	4.895,7	109,2	155,5	1.153,5	513,8	2.021,2
ago.	8.856,3	4.893,0	113,2	165,4	1.164,9	484,8	2.035,0
set.	8.969,1	4.912,7	120,6	170,0	1.166,5	537,2	2.062,1
ott.	9.083,7	4.967,3	129,0	178,5	1.180,3	554,2	2.074,5
nov.	9.295,2	5.079,6	135,9	202,9	1.193,3	562,6	2.121,0
dic.	9.187,4	5.123,4	113,5	169,3	1.204,9	503,5	2.072,8
2000 gen.	9.265,7	5.164,6	108,0	156,8	1.210,3	547,9	2.078,2
feb.	9.338,9	5.189,6	114,5	164,5	1.220,7	553,1	2.096,4
mar.	9.490,8	5.306,7	117,1	174,9	1.231,3	543,8	2.116,9
apr.	9.629,4	5.411,5	116,7	174,7	1.243,2	537,5	2.145,9
mag. ^(p)	9.636,9	5.386,6	118,4	188,4	1.242,0	540,0	2.161,6

Fonte: BCE.

- 1) Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti 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 una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. Tale percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.
- 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 remunerazione della riserva obbligatoria ⁶⁾
	1	2	3	4	5
1999 lug.	102,0	102,7	0,8	0,0	2,50
ago.	102,8	103,5	0,6	0,0	2,50
set.	102,6	103,0	0,5	0,0	2,50
ott.	102,8	103,3	0,6	0,0	2,50
nov.	103,4	104,0	0,5	0,0	2,73
dic.	104,9	105,4	0,5	0,0	3,00
2000 gen.	107,7	108,5	0,8	0,0	3,00
feb.	107,5	107,9	0,4	0,0	3,12
mar.	108,0	108,4	0,5	0,0	3,27
apr.	108,7	109,5	0,8	0,0	3,50
mag.	111,3	111,8	0,5	0,0	3,67
giu.	113,4	113,9	0,5	0,0	3,90
lug. ^(p)	113,3	-	-	-	-

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.
- 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 gli 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⁾
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema							Circolante	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Euro-sistema	Altri fattori (netto) ³⁾		
	Attività nette dell'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di creazione di liquidità ²⁾	Depositi overnight presso l'Euro-sistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ²⁾					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999 feb.	328,2	104,6	34,2	3,8	30,2	1,3	0,2	329,3	41,0	28,9	100,3	430,9
mar.	323,6	136,4	45,0	0,4	0,0	1,4	0,0	326,9	49,8	25,0	102,2	430,5
apr.	338,4	130,1	45,0	0,7	0,0	0,3	0,0	331,0	42,9	39,0	101,1	432,3
mag.	342,5	121,6	45,0	0,8	0,0	0,4	0,0	333,9	36,3	38,0	101,2	435,5
giu.	339,8	132,0	45,0	0,4	0,0	0,6	0,0	337,0	40,4	37,2	101,9	439,6
lug.	342,4	143,1	45,0	0,4	0,0	0,5	0,0	342,1	45,7	39,5	102,9	445,6
ago.	343,2	150,1	45,0	0,5	0,0	1,0	0,0	344,8	47,3	42,1	103,6	449,4
set.	343,5	150,4	45,0	0,2	0,0	0,7	0,0	342,1	51,4	41,6	103,2	446,0
ott.	349,7	143,0	45,0	0,3	0,0	0,6	0,0	342,5	45,4	45,9	103,5	446,7
nov.	351,8	140,5	53,7	0,3	0,0	0,4	0,0	343,1	51,5	47,3	104,2	447,6
dic.	351,7	150,4	65,0	0,3	0,0	1,0	0,0	354,3	59,0	47,5	105,6	460,8
2000 gen.	362,3	138,5	75,0	1,9	0,0	0,5	3,3	363,0	41,0	61,2	108,7	472,3
feb.	367,8	130,9	70,5	0,1	0,0	0,2	0,0	347,6	49,2	64,2	108,1	455,9
mar.	369,2	136,1	66,2	0,2	0,0	0,3	0,0	347,6	51,7	63,5	108,6	456,4
apr.	377,1	136,7	61,0	0,2	0,0	0,9	0,0	349,7	45,6	69,1	109,7	460,3
mag.	378,8	142,6	60,0	0,4	0,0	2,3	0,0	353,8	41,9	71,8	112,0	468,2
giu.	378,1	140,9	59,9	0,3	0,2	0,8	0,0	354,1	38,3	72,1	114,2	469,1

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.
- 2) Questa voce include anche le operazioni di politica monetaria effettuate dalle banche centrali nazionali nella Seconda fase dell'UEM 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 10).
- 5) Questa voce è calcolata come somma dei depositi overnight presso la banca centrale (voce 7), del circolante (voce 8) e dei saldi di conto corrente degli istituti di credito (voce 11).

2 Andamenti monetari nell'area dell'euro

Tavola 2.1

Bilancio aggregato dell'Eurosistema ¹⁾

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

1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Titoli emessi da residenti nell'area dell'euro	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	IFM	Altri residenti	Attività verso non residenti nell'area dell'euro ²⁾	Immobilitazioni	Altre attività	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1997	237,2	215,5	21,1	0,6	114,0	0,7	111,8	1,5	2,9	0,5	2,4	324,1	7,0	51,6	736,7
1998 2° trim.	293,4	272,1	21,1	0,2	105,4	4,8	99,7	0,8	3,2	0,6	2,6	337,2	7,8	47,9	794,9
3° trim.	302,8	281,5	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,8	2,0	2,8	329,4	8,0	50,0	777,6
4° trim.	225,2	204,6	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,5	1,8	3,7	322,3	7,9	49,3	698,0
1999 1° trim.	608,5	587,9	20,4	0,2	94,0	1,5	91,9	0,6	8,1	4,0	4,1	426,0	9,3	52,2	1.198,3
1999 mag.	481,1	460,5	20,4	0,2	93,1	1,6	90,8	0,7	8,2	4,0	4,2	387,6	9,6	51,1	1.030,9
giu.	788,8	768,3	20,4	0,2	92,4	1,5	90,0	0,9	8,7	4,4	4,3	499,4	9,7	47,1	1.446,1
lug.	755,2	734,7	20,4	0,2	92,3	1,5	89,9	0,9	8,7	4,4	4,3	452,0	9,8	51,6	1.369,8
ago.	530,8	510,2	20,4	0,2	91,9	1,1	90,0	0,7	8,8	4,4	4,4	423,0	9,9	52,8	1.117,1
set.	456,9	436,3	20,4	0,2	92,4	1,4	89,9	1,1	8,7	4,3	4,4	427,9	9,8	47,9	1.043,7
ott.	567,0	546,4	20,4	0,2	92,4	1,9	89,4	1,2	8,6	4,3	4,3	432,6	9,9	53,9	1.164,3
nov.	508,4	487,8	20,4	0,2	92,6	2,1	89,4	1,1	8,8	4,2	4,6	410,3	9,9	56,0	1.086,1
dic.	442,3	422,1	19,7	0,5	89,1	1,9	86,1	1,1	14,1	4,3	9,8	400,6	9,9	55,8	1.011,9
2000 gen.	463,6	443,3	19,8	0,6	90,3	1,7	87,6	1,0	14,2	4,4	9,8	424,3	9,9	52,1	1.054,4
feb.	382,2	361,8	19,8	0,6	93,2	1,8	90,4	1,0	14,2	4,3	9,8	417,5	9,8	52,2	969,0
mar.	443,2	424,3	18,4	0,5	96,2	2,4	92,7	1,1	14,4	4,3	10,1	439,1	9,8	48,6	1.051,3
apr.	465,5	446,6	18,4	0,5	96,7	2,6	93,0	1,1	14,4	4,3	10,1	438,0	9,9	51,1	1.075,5
mag. ^(p)	469,2	450,3	18,4	0,5	97,2	2,8	93,2	1,2	14,4	4,4	10,1	441,8	10,0	51,6	1.084,2

2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro	IFM	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	Titoli di mercato monetario	Obbligazioni	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ²⁾	Altre passività	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1997	354,9	147,0	91,9	51,7	3,4	13,4	14,8	106,0	33,4	67,2	736,7
1998 2° trim.	345,5	217,8	159,1	53,4	5,3	14,4	13,3	114,3	27,2	62,5	794,9
3° trim.	341,5	211,8	140,2	66,4	5,2	11,9	12,0	109,6	23,2	67,6	777,6
4° trim.	359,1	152,0	94,2	54,4	3,5	8,5	5,3	97,1	18,6	57,4	698,0
1999 1° trim.	348,3	549,5	486,6	54,4	8,5	4,9	5,3	138,0	97,9	54,5	1.198,3
1999 mag.	353,0	419,7	369,5	41,8	8,3	4,9	5,3	137,4	61,5	49,2	1.030,9
giu.	355,8	724,3	672,3	43,1	8,9	4,9	5,3	140,7	171,4	43,8	1.446,1
lug.	363,6	682,7	620,6	55,5	6,6	4,9	5,3	139,9	124,3	49,2	1.369,8
ago.	358,6	463,7	403,2	53,8	6,6	4,9	5,3	139,9	93,9	50,9	1.117,1
set.	359,4	390,5	332,9	50,1	7,6	3,3	5,3	146,3	88,8	50,1	1.043,7
ott.	361,2	500,6	440,8	50,2	9,5	3,3	5,3	150,6	93,8	49,4	1.164,3
nov.	362,9	443,0	368,3	64,1	10,6	3,3	4,6	150,3	69,5	52,4	1.086,1
dic.	393,0	339,3	277,1	53,4	8,8	3,3	4,6	175,1	49,8	46,9	1.011,9
2000 gen.	365,9	387,5	332,0	47,1	8,4	3,3	4,6	174,6	72,6	45,9	1.054,4
feb.	363,5	311,8	246,7	56,7	8,4	3,3	4,6	173,9	64,4	47,5	969,0
mar.	365,9	372,0	319,6	43,3	9,1	1,7	4,6	185,7	75,1	46,5	1.051,3
apr.	372,3	388,3	334,5	43,4	10,3	1,7	4,6	188,4	75,2	45,0	1.075,5
mag. ^(p)	371,4	390,7	345,1	34,1	11,5	1,7	4,6	187,6	82,4	45,8	1.084,2

Fonte: BCE.

- 1) La Banca centrale europea è stata istituita il 1° giugno del 1998. I dati relativi all'Eurosistema si riferiscono alla BCE (dal giugno 1998) e alle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro.
- 2) Dal gennaio 1999 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 46 miliardi di euro alla fine di gennaio, 40 miliardi di euro alla fine di febbraio, 51 miliardi di euro alla fine di marzo, 47 miliardi di euro alla fine di aprile e 53 miliardi di euro alla fine di maggio 2000. Per le posizioni di fine mese nel 1999, cfr. la nota corrispondente nel Bollettino di febbraio 2000.

Tavola 2.2

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

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

1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro	IFM	Amm.ni pubbliche	Altri residenti	Titoli emessi da residenti nell'area dell'euro	IFM	Amm.ni pubbliche	Altri residenti	Titoli di mercato monetario	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	IFM	Altri residenti	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Immobiliizzazioni	Altre attività	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1997	8.436,1	2.905,6	821,4	4.709,1	1.868,4	635,5	1.050,6	182,3	99,7	329,8	94,2	235,6	1.594,8	238,9	796,9	13.364,7
1998 2° trim.	8.750,4	3.064,6	808,4	4.877,4	2.007,8	678,1	1.139,4	190,3	104,9	401,5	118,5	283,0	1.668,4	240,3	737,5	13.910,8
3° trim.	8.844,1	3.073,7	809,8	4.960,5	2.040,0	705,5	1.137,2	197,3	105,8	381,2	109,8	271,4	1.650,8	237,0	785,8	14.044,4
4° trim.	9.098,4	3.181,5	821,2	5.095,8	2.012,3	721,3	1.102,3	188,7	107,1	424,2	123,3	300,8	1.579,9	243,9	777,4	14.243,2
1999 1° trim.	9.252,2	3.277,3	816,8	5.158,1	2.087,4	760,8	1.130,0	196,6	99,1	469,0	126,1	342,9	1.627,6	244,6	877,0	14.656,9
1999 mag.	9.312,1	3.290,6	809,8	5.211,7	2.140,8	787,4	1.145,2	208,2	102,8	497,2	128,1	369,1	1.621,8	247,5	831,1	14.753,1
giu.	9.452,1	3.330,5	816,5	5.305,1	2.138,3	800,3	1.125,4	212,6	101,9	484,7	124,4	360,3	1.646,0	250,0	865,8	14.938,7
lug.	9.461,6	3.313,2	808,4	5.340,0	2.131,8	801,7	1.114,1	216,0	108,2	483,3	125,9	357,3	1.630,2	254,5	849,0	14.918,5
ago.	9.489,5	3.350,1	804,4	5.335,1	2.152,8	810,4	1.118,2	224,3	110,5	482,7	126,7	356,1	1.632,9	255,3	828,6	14.952,4
set.	9.568,5	3.384,2	809,4	5.374,9	2.179,9	828,0	1.134,5	217,4	111,1	481,5	129,6	351,9	1.653,3	258,9	816,9	15.070,2
ott.	9.697,4	3.457,5	818,7	5.421,2	2.202,9	840,3	1.147,2	215,4	115,1	484,4	130,9	353,5	1.686,5	261,1	842,6	15.290,0
nov.	9.859,3	3.541,9	831,7	5.485,8	2.217,7	850,0	1.144,6	223,1	128,1	497,9	129,7	368,1	1.764,9	265,3	902,5	15.635,7
dic.	9.764,7	3.420,0	827,5	5.517,1	2.175,5	826,6	1.121,7	227,2	129,9	520,9	137,5	383,4	1.703,0	281,2	922,6	15.497,8
2000 gen.	9.832,8	3.450,8	819,5	5.562,5	2.193,2	834,5	1.131,1	227,6	121,1	526,6	139,4	387,1	1.723,9	282,5	938,0	15.618,1
feb.	9.836,7	3.425,3	814,9	5.596,5	2.215,9	845,1	1.137,2	233,7	130,8	544,1	142,6	401,5	1.768,5	282,1	954,2	15.732,4
mar.	9.979,5	3.499,6	818,2	5.661,7	2.218,4	870,2	1.115,7	232,6	131,8	589,3	152,6	436,7	1.805,8	285,7	960,9	15.971,5
apr.	10.030,0	3.487,1	820,5	5.722,5	2.213,2	879,0	1.093,5	240,7	149,0	604,7	154,7	450,0	1.907,2	287,1	1.002,7	16.193,9
mag. ^(p)	10.105,4	3.541,0	814,2	5.750,3	2.226,3	895,3	1.082,8	248,2	157,0	624,0	159,7	464,3	1.891,8	287,0	1.004,9	16.296,4

2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro	IFM	Amm.ni Amministrazione centrale	Altre Amm.ni pubbliche /altri residenti	In conto corrente	Con durata prestab.	Rimbor-sabili con preavviso	Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari	Obbliga-zioni	Titoli di mercato monetario	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1997	0,4	7.773,9	3.009,3	102,1	4.662,5	1.229,6	1.901,2	1.326,3	205,4	252,0	1.924,8	138,8	687,5	1.373,5	1.213,9	13.364,7
1998 2° tr.	0,4	8.010,8	3.176,1	93,9	4.740,8	1.292,8	1.899,7	1.346,4	201,9	259,8	2.041,2	145,9	723,4	1.480,1	1.249,1	13.910,8
3° tr.	0,4	8.043,6	3.227,5	90,0	4.726,2	1.268,8	1.901,0	1.345,4	211,0	260,4	2.093,2	154,1	725,9	1.482,8	1.284,0	14.044,4
4° tr.	0,4	8.279,3	3.311,7	95,3	4.872,3	1.382,7	1.924,1	1.388,8	176,7	241,2	2.116,0	160,8	742,4	1.500,4	1.202,7	14.243,2
1999 1° tr.	0,5	8.330,1	3.390,4	78,9	4.860,8	1.387,1	1.984,9	1.310,5	178,3	279,8	2.193,9	180,5	759,3	1.618,1	1.294,7	14.656,9
1999 mag.	0,5	8.372,2	3.397,1	78,9	4.896,3	1.434,5	1.974,7	1.314,7	172,4	296,8	2.247,5	190,3	777,6	1.659,2	1.209,0	14.753,1
giu.	0,5	8.447,1	3.438,9	81,9	4.926,3	1.479,6	1.961,1	1.319,1	166,4	305,3	2.269,0	183,2	781,9	1.666,6	1.285,0	14.938,7
lug.	0,5	8.452,7	3.441,0	79,5	4.932,3	1.468,2	1.979,2	1.321,3	163,6	302,3	2.274,8	184,3	788,2	1.646,1	1.269,5	14.918,5
ago.	0,6	8.452,0	3.458,0	84,0	4.910,0	1.439,1	1.988,1	1.320,2	162,6	307,3	2.291,0	195,0	787,9	1.683,1	1.235,5	14.952,4
set.	0,6	8.508,2	3.503,8	83,1	4.921,3	1.466,9	1.976,3	1.317,5	160,6	307,1	2.329,3	204,1	795,0	1.688,5	1.237,4	15.070,2
ott.	0,6	8.605,0	3.584,7	84,8	4.935,5	1.467,4	1.996,7	1.314,0	157,4	307,6	2.355,7	214,6	801,2	1.753,8	1.251,4	15.290,0
nov.	0,7	8.735,1	3.679,8	81,9	4.973,5	1.501,1	2.005,0	1.308,7	158,6	310,2	2.376,9	243,5	805,2	1.839,5	1.324,6	15.635,7
dic.	0,7	8.709,4	3.579,8	88,6	5.041,0	1.532,3	2.037,4	1.327,1	144,2	309,8	2.364,2	242,1	836,4	1.774,7	1.260,5	15.497,8
2000 gen.	0,7	8.709,0	3.555,9	86,5	5.066,6	1.561,7	2.023,0	1.327,1	154,9	326,3	2.370,2	221,6	856,6	1.837,0	1.296,6	15.618,1
feb.	0,7	8.707,1	3.548,2	87,7	5.071,1	1.554,6	2.040,3	1.316,9	159,4	343,6	2.396,1	233,0	864,1	1.874,7	1.313,1	15.732,4
mar.	0,7	8.774,3	3.596,0	85,4	5.092,9	1.564,6	2.047,0	1.307,1	174,3	343,0	2.421,7	244,6	871,3	1.987,5	1.328,5	15.971,5
apr.	0,7	8.790,4	3.573,4	86,7	5.130,3	1.598,9	2.055,2	1.299,5	176,7	409,7	2.450,6	244,0	880,5	2.066,2	1.352,0	16.193,9
mag. ^(p)	0,6	8.844,2	3.636,9	78,3	5.129,0	1.582,5	2.074,3	1.291,4	180,8	413,2	2.469,6	255,9	888,1	2.061,9	1.362,9	16.296,4

Fonte: BCE.

Tavola 2.3

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

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati))

1. Attività: consistenze di fine periodo

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli 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 ³⁾	Immobiliizzazioni	Altre attività	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 ott.	5.829,0	835,2	4.993,8	1.429,7	1.226,7	203,0	274,3	1.968,6	247,1	799,5	10.548,1
nov.	5.882,8	841,5	5.041,3	1.418,3	1.221,6	196,7	288,8	2.008,4	249,3	821,1	10.668,7
dic.	5.937,5	841,6	5.095,9	1.377,8	1.188,5	189,2	304,5	1.902,2	251,8	790,6	10.564,4
1999 gen.	5.949,6	839,4	5.110,1	1.400,2	1.190,4	209,8	320,0	2.047,8	254,1	962,3	10.933,9
feb.	5.950,9	839,6	5.111,3	1.410,1	1.206,2	203,9	326,8	1.958,8	252,7	979,1	10.878,4
mar.	5.995,5	837,2	5.158,3	1.419,1	1.221,9	197,2	347,0	2.053,6	253,9	897,9	10.967,0
apr.	6.009,5	830,0	5.179,5	1.421,9	1.219,4	202,6	359,9	2.058,4	255,9	864,0	10.969,7
mag.	6.042,1	830,2	5.211,8	1.444,9	1.236,0	208,9	373,3	2.009,4	257,1	850,0	10.976,7
giu.	6.142,1	836,9	5.305,2	1.429,0	1.215,5	213,5	364,5	2.145,4	259,6	880,2	11.220,8
lug.	6.168,9	828,8	5.340,2	1.421,0	1.204,0	216,9	361,7	2.082,2	264,4	868,2	11.166,3
ago.	6.160,0	824,8	5.335,2	1.433,2	1.208,2	225,0	360,4	2.056,0	265,2	848,4	11.123,1
set.	6.204,9	829,8	5.375,1	1.442,9	1.224,4	218,5	356,3	2.081,2	268,7	832,0	11.186,1
ott.	6.260,4	839,1	5.421,3	1.453,1	1.236,5	216,6	357,8	2.119,1	271,0	864,0	11.325,4
nov.	6.338,0	852,1	5.486,0	1.458,2	1.234,0	224,2	372,7	2.175,2	275,3	924,8	11.544,2
dic.	6.364,9	847,3	5.517,7	1.436,1	1.207,8	228,3	393,3	2.103,6	291,2	934,4	11.523,4
2000 gen.	6.402,4	839,3	5.563,1	1.447,3	1.218,7	228,6	396,9	2.148,2	292,4	956,2	11.643,4
feb.	6.431,8	834,7	5.597,1	1.462,2	1.227,5	234,7	411,3	2.186,1	291,9	973,1	11.756,4
mar.	6.498,8	836,6	5.662,2	1.442,0	1.208,4	233,6	446,8	2.244,9	295,5	977,3	11.905,3
apr.	6.561,8	838,9	5.723,0	1.428,2	1.186,5	241,8	460,1	2.345,2	297,0	1.018,2	12.110,6
mag. ^(p)	6.583,4	832,6	5.750,8	1.425,3	1.175,9	249,4	474,4	2.333,6	296,9	1.021,6	12.135,1

2. Passività: consistenze di fine periodo

	Circolante	Depositi della Amm.ne centrale	Depositi di altre Amm.ni pubb./altri residenti nell'area dell'euro	In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari /titoli di mercato monetario	Obbligazioni	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ³⁾	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998 ott.	313,3	155,1	4.751,0	1.276,0	1.904,4	1.348,9	221,8	325,4	1.391,4	720,0	1.552,2	1.343,8	-4,0	10.548,1
nov.	314,2	148,2	4.772,1	1.323,4	1.897,2	1.349,8	201,8	328,8	1.402,8	717,3	1.606,9	1.355,0	23,4	10.668,7
dic.	323,4	149,7	4.875,8	1.386,2	1.924,1	1.388,8	176,7	303,5	1.398,9	714,3	1.518,9	1.260,1	19,7	10.564,4
1999 gen.	313,2	132,3	4.882,6	1.415,3	1.983,5	1.312,6	171,2	340,0	1.417,8	755,2	1.682,6	1.429,7	-19,7	10.933,9
feb.	312,8	141,1	4.866,6	1.388,9	1.980,2	1.313,6	183,9	355,4	1.433,9	753,5	1.642,9	1.379,5	-7,3	10.878,4
mar.	317,4	133,4	4.869,3	1.395,6	1.984,9	1.310,5	178,3	366,1	1.436,9	767,1	1.716,0	1.349,2	11,7	10.967,0
apr.	319,5	115,8	4.883,6	1.411,1	1.986,8	1.314,0	171,7	387,6	1.453,5	778,0	1.731,0	1.300,2	0,6	10.969,7
mag.	321,2	120,7	4.904,6	1.442,8	1.974,7	1.314,7	172,4	389,1	1.463,8	783,0	1.720,7	1.258,1	15,4	10.976,7
giu.	323,7	124,9	4.935,2	1.488,5	1.961,1	1.319,1	166,4	391,5	1.472,5	793,6	1.838,0	1.328,8	12,5	11.220,8
lug.	331,7	134,9	4.938,9	1.474,8	1.979,2	1.321,3	163,6	383,3	1.477,0	797,8	1.770,4	1.318,6	13,7	11.166,3
ago.	326,2	137,8	4.916,7	1.445,7	1.988,1	1.320,2	162,6	396,6	1.484,8	796,7	1.776,9	1.286,5	0,9	11.123,1
set.	327,1	133,2	4.928,8	1.474,4	1.976,3	1.317,5	160,6	403,5	1.505,2	807,3	1.777,3	1.287,4	16,2	11.186,1
ott.	329,4	135,0	4.945,1	1.476,9	1.996,7	1.314,0	157,4	410,5	1.518,8	816,6	1.847,6	1.300,8	21,6	11.325,4
nov.	329,9	146,0	4.984,1	1.511,7	2.005,0	1.308,7	158,6	428,9	1.529,3	821,6	1.909,0	1.377,1	18,4	11.544,2
dic.	349,6	142,0	5.049,8	1.541,1	2.037,4	1.327,1	144,2	425,2	1.540,3	869,8	1.824,5	1.307,4	14,7	11.523,4
2000 gen.	332,7	133,6	5.075,0	1.570,1	2.023,0	1.327,1	154,9	430,1	1.538,6	887,3	1.909,6	1.342,5	-6,1	11.643,4
feb.	330,9	144,4	5.079,5	1.563,0	2.040,3	1.316,9	159,4	449,1	1.553,7	891,2	1.939,1	1.360,6	7,8	11.756,4
mar.	334,2	128,7	5.102,0	1.573,7	2.047,0	1.307,1	174,3	457,5	1.553,7	900,1	2.062,5	1.375,0	-8,3	11.905,3
apr.	337,4	130,1	5.140,7	1.609,3	2.055,2	1.299,5	176,7	506,4	1.573,5	909,9	2.141,4	1.397,0	-25,8	12.110,6
mag. ^(p)	337,2	112,4	5.140,5	1.594,1	2.074,3	1.291,4	180,8	513,8	1.576,0	911,6	2.144,3	1.408,6	-9,3	12.135,1

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) 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.

3) Cfr. tavola 2.1, nota 2.

3. Attività: flussi ²⁾

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro	Ammini- strazioni pubbliche	Altri residenti	Titoli emessi da residenti nell'area dell'euro	Ammini- strazioni pubbliche	Altri residenti	Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro ³⁾	Immobili- zzazioni	Altre attività	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 nov.	56,0	6,2	49,7	-11,6	-5,2	-6,4	14,5	22,3	2,3	21,4	104,9
dic.	64,3	0,2	64,1	-39,7	-32,1	-7,6	15,6	-102,6	2,7	-29,9	-89,5
1999 gen.	75,4	-1,3	76,7	17,7	12,6	5,1	9,4	120,7	-0,1	158,5	381,6
feb.	-1,1	0,0	-1,2	9,5	15,7	-6,2	6,7	-114,2	-1,3	16,8	-83,7
mar.	39,3	-3,2	42,4	25,2	24,1	1,1	19,9	52,2	1,2	-91,5	46,3
apr.	12,5	-8,7	21,2	3,7	-1,6	5,3	12,9	-6,3	2,0	-33,9	-9,1
mag.	31,5	0,1	31,3	22,9	16,6	6,2	13,3	-59,0	1,2	-14,1	-4,2
giu.	101,3	6,6	94,8	-17,0	-21,4	4,4	-9,4	128,0	2,4	29,8	235,2
lug.	29,7	-8,0	37,6	-7,6	-11,2	3,6	-2,9	-36,5	4,7	-12,0	-24,5
ago.	-9,9	-4,1	-5,8	11,5	3,7	7,8	-1,4	-41,6	0,8	-19,8	-60,3
set.	46,4	5,1	41,3	9,2	15,8	-6,5	-4,1	20,3	3,6	-9,6	65,8
ott.	52,1	9,1	43,0	9,5	11,7	-2,2	1,5	19,9	2,0	32,1	117,1
nov.	73,6	12,7	60,9	3,9	-3,2	7,1	14,8	22,0	4,3	60,8	179,5
dic.	31,0	-5,1	36,0	-27,6	-31,4	3,8	15,4	-77,0	16,1	6,0	-36,2
2000 gen.	32,9	-8,1	41,0	14,4	13,7	0,7	3,4	22,5	1,4	21,8	96,4
feb.	30,0	-4,6	34,7	15,3	9,1	6,2	12,9	32,9	-0,5	16,8	107,4
mar.	64,8	2,8	61,9	-18,2	-16,2	-1,9	34,1	34,6	3,7	4,5	123,5
apr.	55,7	1,9	53,8	-16,2	-21,2	5,0	12,6	14,3	1,5	34,0	101,9
mag. ^(p)	20,3	-6,1	26,4	1,5	-6,3	7,9	14,3	11,5	-0,1	3,4	50,9

4. Passività: flussi ²⁾

	Circolante	Depositi della Amm.ne centrale	Depositi di altre Amm.ne pubb./altri residenti nell'area dell'euro	In conto corrente	Con durata prestab.	Rimbor- sabili con preavviso	Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari /titoli di mercato monetario	Obbliga- zioni	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ³⁾	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998 nov.	0,9	-6,8	18,9	46,5	-8,5	0,9	-20,0	3,1	10,2	-1,9	40,1	13,1	27,4	104,9
dic.	9,2	1,5	105,9	63,3	28,7	39,0	-25,1	-24,6	-4,5	-3,5	-81,6	-88,9	-3,1	-89,5
1999 gen.	-9,2	-5,4	40,5	29,8	-2,2	14,2	-1,4	13,6	20,3	10,3	156,5	178,7	-23,6	381,6
feb.	-0,4	8,8	-26,2	-27,6	-12,2	0,9	12,6	15,1	12,2	-0,8	-61,5	-50,1	19,2	-83,7
mar.	4,7	-7,6	-0,5	5,3	3,0	-3,1	-5,6	6,4	4,8	12,5	55,6	-42,2	12,8	46,3
apr.	2,1	-17,6	13,1	15,1	1,1	3,4	-6,6	20,9	15,3	11,2	6,6	-50,0	-10,8	-9,1
mag.	1,7	4,9	19,7	31,2	-12,9	0,6	0,8	1,3	8,6	5,9	-19,3	-41,8	14,8	-4,2
giu.	2,4	4,2	29,2	45,2	-14,4	4,5	-6,0	1,3	7,0	13,1	109,1	72,7	-3,8	235,2
lug.	8,0	10,0	6,8	-12,6	20,0	2,2	-2,8	-7,8	7,7	4,9	-45,7	-9,2	0,6	-24,5
ago.	-5,5	2,9	-24,3	-29,8	7,7	-1,1	-1,1	13,1	4,7	-0,4	-4,9	-33,7	-12,2	-60,3
set.	0,9	-4,7	13,0	29,2	-11,6	-2,7	-2,0	6,5	20,4	5,2	4,2	4,9	15,3	65,8
ott.	2,2	1,8	13,8	1,6	19,0	-3,6	-3,2	6,6	10,4	7,0	54,6	16,7	4,1	117,1
nov.	0,5	11,0	34,5	33,1	5,7	-5,3	1,1	17,8	6,2	4,1	32,3	76,4	-3,3	179,5
dic.	19,5	-4,0	65,7	29,4	32,3	18,5	-14,4	-14,7	11,1	31,9	-87,8	-58,3	0,4	-36,2
2000 gen.	-16,9	-8,4	22,8	28,1	-15,7	-0,2	10,7	0,8	-3,6	20,0	67,8	37,4	-23,6	96,4
feb.	-1,8	10,8	4,1	-7,2	17,0	-10,2	4,5	19,0	5,4	25,1	16,1	13,9	107,4	107,4
mar.	3,4	-15,8	19,3	9,4	4,9	-9,9	14,9	7,8	-1,5	10,0	102,7	13,9	-16,2	123,5
apr.	3,3	1,4	32,9	33,4	4,9	-7,7	2,3	2,5	14,7	9,6	36,8	15,6	-14,8	101,9
mag. ^(p)	-0,2	-17,7	2,9	-11,8	19,7	-9,2	4,1	10,5	5,9	3,5	23,8	13,6	8,6	50,9

Tavola 2.4

Aggregati monetari ¹⁾

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati) e variazioni percentuali sui dodici mesi, salvo diversa indicazione)

1. Consistenze di fine periodo

	M1								Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari/ titoli di mercato monetario	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
	M2										
	Totale		Indice (dic. 98=100) ²⁾	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Indice (dic. 98=100) ²⁾				
	Circolante	Depositi in c/c						Totale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 ott.	313,3	1.340,8	1.654,0	93,11	878,8	1.195,3	3.728,1	95,46	221,8	325,4	82,7
nov.	314,2	1.387,9	1.702,0	95,76	877,1	1.196,1	3.775,2	96,62	201,8	328,8	79,7
dic.	323,4	1.453,5	1.776,9	100,00	894,5	1.234,4	3.905,8	100,00	176,7	303,5	69,7
1999 gen.	313,2	1.483,1	1.796,3	101,19	887,9	1.249,8	3.934,1	100,85	171,2	340,0	54,5
feb.	312,8	1.453,1	1.765,9	99,41	873,1	1.252,5	3.891,5	99,69	183,9	355,4	56,1
mar.	317,4	1.469,1	1.786,5	100,49	872,7	1.250,1	3.909,3	100,07	178,3	366,1	49,1
apr.	319,5	1.481,4	1.800,9	101,28	872,9	1.255,1	3.929,0	100,55	171,7	387,6	53,0
mag.	321,2	1.510,6	1.831,9	102,99	863,3	1.259,9	3.955,0	101,19	172,4	389,1	57,6
giu.	323,7	1.551,2	1.874,8	105,38	840,2	1.265,7	3.980,7	101,82	166,4	391,5	59,2
lug.	331,7	1.543,6	1.875,3	105,47	853,3	1.270,4	3.999,0	102,35	163,6	383,3	61,7
ago.	326,2	1.513,6	1.839,8	103,43	856,1	1.270,3	3.966,2	101,47	162,6	396,6	63,0
set.	327,1	1.537,5	1.864,6	104,85	842,1	1.267,8	3.974,5	101,70	160,6	403,5	75,5
ott.	329,4	1.542,0	1.871,4	105,18	857,4	1.265,5	3.994,3	102,11	157,4	410,5	74,0
nov.	329,9	1.575,9	1.905,8	107,02	856,8	1.260,4	4.023,0	102,75	158,6	428,9	75,6
dic.	349,6	1.609,4	1.959,0	109,99	877,5	1.282,9	4.119,5	105,21	144,2	425,2	88,0
2000 gen.	332,7	1.636,4	1.969,1	110,51	860,7	1.283,8	4.113,7	105,01	154,9	430,1	86,2
feb.	330,9	1.626,6	1.957,5	109,84	875,6	1.272,5	4.105,7	104,84	159,4	449,1	89,9
mar.	334,2	1.639,8	1.974,1	110,70	884,5	1.262,2	4.120,7	105,16	174,3	457,5	88,6
apr.	337,4	1.675,2	2.012,6	112,75	892,5	1.254,7	4.159,8	106,04	176,7	506,4	87,9
mag. ^(p)	337,2	1.656,8	1.994,0	111,89	910,0	1.246,3	4.150,3	105,89	180,8	513,8	86,5

2. Flussi ⁴⁾

											Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
	M2							Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari/ titoli di mercato monetario		
	M1				Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale			Variazione percentuale sui dodici mesi ⁴⁾	
	Circolante	Depositi in c/c	Totale	Variazione percentuale sui dodici mesi ⁴⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 nov.	0,9	46,3	47,2	8,5	-2,7	0,7	45,2	4,9	-20,0	3,1	-3,2
dic.	9,2	66,1	75,3	9,2	18,9	38,0	132,2	6,0	-25,1	-24,6	-10,3
1999 gen.	-9,2	30,3	21,1	14,7	-3,2	15,3	33,2	7,8	-1,4	13,6	-5,5
feb.	-0,4	-31,2	-31,6	12,6	-16,3	2,6	-45,3	6,5	12,6	15,1	1,1
mar.	4,7	14,6	19,3	11,7	-1,7	-2,6	15,0	6,8	-5,6	6,4	-0,4
apr.	2,1	11,9	14,0	11,5	-0,4	5,0	18,6	6,3	-6,6	20,9	1,0
mag.	1,7	28,8	30,5	12,1	-10,2	4,7	24,9	6,4	0,8	1,3	4,4
giu.	2,4	40,0	42,5	11,5	-23,7	5,8	24,6	6,3	-6,0	1,3	1,4
lug.	8,0	-6,4	1,6	14,1	14,4	4,8	20,8	7,7	-2,8	-7,8	2,9
ago.	-5,5	-30,8	-36,3	12,8	2,0	-0,1	-34,5	7,0	-1,1	13,1	1,0
set.	0,9	24,5	25,4	12,8	-13,9	-2,5	9,0	6,9	-2,0	6,5	0,8
ott.	2,2	3,6	5,8	13,0	12,7	-2,4	16,1	7,0	-3,2	6,6	-1,9
nov.	0,5	32,2	32,7	11,8	-2,5	-5,2	25,1	6,3	1,1	17,8	0,7
dic.	19,5	33,4	52,9	10,0	20,8	22,6	96,3	5,2	-14,4	-14,7	12,8
2000 gen.	-16,9	26,1	9,2	9,2	-17,7	0,8	-7,7	4,1	10,7	0,8	-2,2
feb.	-1,8	-10,0	-11,8	10,5	16,4	-11,3	-6,7	5,2	4,5	19,0	3,7
mar.	3,4	11,9	15,3	10,2	7,6	-10,4	12,5	5,1	14,9	7,8	-2,0
apr.	3,3	33,2	36,5	11,3	5,6	-7,6	34,5	5,5	2,3	2,5	0,1
mag. ^(p)	-0,2	-15,0	-15,2	8,6	18,8	-9,5	-5,9	4,6	4,1	10,5	-0,9

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) Ponendo uguale a 100 il livello (non destagionalizzato) delle consistenze al dicembre 1998, l'indice riflette il prodotto cumulativo delle variazioni a quella data, calcolate in base ai flussi, come descritto nella nota 4. La variazione percentuale dell'indice tra due date corrisponde alla variazione dell'aggregato depurata dagli effetti di tali riclassificazioni ecc.

M3			Principali contropartite di M3								Attività nette sull'estero	
Totale	Indice (dic. 98=100) ²⁾		Passività a lungo termine delle IFM				Credito ³⁾					
			Depositi con durata prestabilita oltre i 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso oltre 3 mesi	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve	Credito alle Amm. pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Di cui prestiti	Indice (dic. 98=100)		
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
4.357,9	97,81		1.026,1	209,3	1.308,7	720,0	2.061,9	5.471,1	4.993,8	97,77	416,4	1998 ott.
4.385,5	98,38		1.020,5	209,6	1.323,1	717,3	2.063,1	5.526,9	5.041,3	98,74	401,5	nov.
4.455,6	100,00		1.030,2	214,8	1.329,2	714,3	2.030,1	5.589,6	5.095,9	100,00	383,3	dic.
4.499,8	100,90		1.096,3	123,1	1.363,3	755,2	2.029,8	5.640,0	5.110,1	101,50	365,1	1999 gen.
4.486,9	100,53		1.107,8	121,8	1.377,7	753,5	2.045,8	5.641,9	5.111,3	101,48	315,9	feb.
4.502,8	100,87		1.112,9	120,9	1.387,8	767,1	2.059,1	5.702,5	5.158,3	102,32	337,6	mar.
4.541,3	101,63		1.114,8	118,7	1.400,4	778,0	2.049,4	5.741,9	5.179,5	102,74	327,4	apr.
4.574,2	102,34		1.112,3	115,1	1.406,3	783,0	2.066,2	5.794,0	5.211,8	103,37	288,7	mag.
4.597,9	102,81		1.121,9	114,2	1.413,3	793,6	2.052,3	5.883,3	5.305,2	105,25	307,4	giu.
4.607,6	103,11		1.126,6	111,9	1.415,3	797,8	2.032,8	5.918,8	5.340,2	105,99	311,8	lug.
4.588,5	102,63		1.132,6	111,0	1.421,8	796,7	2.033,0	5.920,7	5.335,2	105,88	279,0	ago.
4.614,1	102,95		1.134,9	111,2	1.429,7	807,3	2.054,2	5.949,9	5.375,1	106,70	304,0	set.
4.636,2	103,34		1.139,7	110,6	1.444,7	816,6	2.075,6	5.995,7	5.421,3	107,55	271,5	ott.
4.686,1	104,34		1.148,7	110,6	1.453,8	821,6	2.086,1	6.082,8	5.486,0	108,76	266,2	nov.
4.776,9	106,12		1.160,3	112,8	1.452,3	869,8	2.055,0	6.139,2	5.517,7	109,47	279,1	dic.
4.784,8	106,15		1.162,6	111,8	1.452,5	887,3	2.058,0	6.188,5	5.563,1	110,29	238,6	2000 gen.
4.804,1	106,61		1.165,1	112,8	1.463,9	891,2	2.062,2	6.243,1	5.597,1	110,97	247,0	feb.
4.841,1	107,34		1.162,9	113,6	1.465,0	900,1	2.045,0	6.342,7	5.662,2	112,20	182,3	mar.
4.930,8	108,22		1.163,1	113,2	1.485,6	909,9	2.025,3	6.424,9	5.723,0	113,27	203,8	apr.
4.931,4	108,39		1.164,7	114,4	1.489,5	911,6	2.008,5	6.474,5	5.750,8	113,79	189,3	mag. ⁽⁹⁾

M3			Principali contropartite di M3									Attività nette sull'estero	
Totale	Variazione percentuale sui dodici mesi ⁴⁾	Media mobile centrata di tre mesi	Passività a lungo termine delle IFM				Credito ³⁾						
			Depositi con durata prestabilita oltre i 2 anni	Depositi rimbor- sabili con preavviso oltre 3 mesi	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve	Credito alle Amm. pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Di cui prestiti	Variazione percentuale sui dodici mesi ⁴⁾			
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
25,1	4,7	4,8	-5,8	0,4	13,4	-1,9	1,0	57,9	49,7	9,3	-17,8	1998 nov.	
72,3	4,7	5,1	9,9	5,5	5,7	-3,5	-31,9	72,1	64,1	9,0	-21,0	dic.	
40,0	5,8	5,3	1,3	-1,1	25,7	10,3	11,3	91,1	76,7	10,4	-35,8	1999 gen.	
-16,5	5,3	5,5	4,1	-1,3	11,0	-0,8	15,7	-0,6	-1,2	9,8	-52,8	feb.	
15,4	5,4	5,3	4,7	-0,8	5,2	12,5	20,9	63,5	42,4	10,0	-3,4	mar.	
34,0	5,3	5,4	1,7	-2,2	14,2	11,2	-10,3	39,4	21,2	9,6	-12,9	apr.	
31,4	5,4	5,4	-2,7	-3,6	4,3	5,9	16,7	50,9	31,3	9,9	-39,6	mag.	
21,3	5,5	5,6	9,3	-1,0	5,6	13,1	-14,8	89,8	94,8	10,4	18,9	giu.	
13,2	5,9	5,7	5,2	-2,3	4,8	4,9	-19,2	38,4	37,6	10,2	9,2	lug.	
-21,4	5,7	5,8	5,7	-0,9	3,7	-0,4	-0,3	0,6	-5,8	10,0	-36,6	ago.	
14,3	5,9	5,8	2,3	0,2	19,6	5,2	20,8	30,7	41,3	9,9	16,0	set.	
17,6	5,7	5,9	6,1	-0,6	12,2	7,0	20,8	42,3	43,0	10,0	-34,7	ott.	
44,7	6,1	5,9	8,1	0,1	5,4	4,1	9,5	82,8	60,9	10,1	-10,3	nov.	
79,9	6,1	5,8	11,5	2,1	-1,7	31,9	-36,5	55,3	36,0	9,5	10,8	dic.	
1,5	5,2	5,8	2,0	-0,9	-1,4	20,0	5,7	45,0	41,0	8,7	-45,4	2000 gen.	
20,5	6,0	5,9	0,7	1,0	11,2	5,4	4,5	53,8	34,7	9,4	7,8	feb.	
33,2	6,4	6,3	-2,8	0,8	0,4	10,0	-13,4	94,1	61,9	9,7	-68,1	mar.	
39,5	6,5	6,3	-0,8	-0,4	14,5	9,6	-19,3	71,4	53,8	10,2	-22,5	apr.	
7,8	5,9	-	1,0	1,2	6,8	3,5	-12,4	48,5	26,4	10,1	-12,3	mag. ⁽⁹⁾	

3) Il credito comprende i prestiti e i valori mobiliari emessi da residenti nell'area dell'euro e detenuti dalle IFM.

4) Calcolata sulla base delle differenze tra i livelli di fine mese, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni. Per il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le note tecniche.

Tavola 2.4 (segue)

Aggregati monetari ¹⁾

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati) e variazioni percentuali sui dodici mesi, salvo diversa indicazione)

3. Consistenze destagionalizzate

	M3										Prestiti ad altri residenti nell'area dell'euro (escluse le Amm. pubbliche)	
	M2						Strumenti negoziabili ⁴⁾		Totale	Indice ²⁾		
	M1		Altri depositi a breve ³⁾		Totale	Indice ²⁾	Totale	Indice ²⁾				
									Totale ¹⁾	Indice ²⁾	Totale ³⁾	Indice ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998 ott.	1.678,4	94,48	2.087,9	98,07	3.766,4	96,44	633,4	115,20	4.399,8	98,75	5.006,8	98,02
nov.	1.695,8	95,41	2.098,4	98,51	3.794,2	97,10	609,9	110,82	4.404,1	98,80	5.048,9	98,89
dic.	1.719,6	96,78	2.110,2	99,12	3.829,9	98,06	574,6	104,51	4.404,5	98,85	5.066,2	99,42
1999 gen.	1.783,6	100,47	2.110,6	99,29	3.894,1	99,83	579,6	103,70	4.473,7	100,31	5.090,3	101,11
feb.	1.780,7	100,24	2.104,7	98,94	3.885,4	99,53	593,0	105,94	4.478,3	100,33	5.114,2	101,54
mar.	1.800,5	101,28	2.114,6	99,34	3.915,1	100,22	587,8	105,44	4.503,0	100,87	5.161,5	102,39
apr.	1.812,0	101,90	2.118,7	99,50	3.930,7	100,59	602,1	107,40	4.532,9	101,44	5.190,0	102,95
mag.	1.831,6	102,97	2.122,8	99,66	3.954,3	101,17	605,7	107,97	4.560,1	102,02	5.230,8	103,74
giu.	1.844,9	103,70	2.117,4	99,38	3.962,4	101,35	613,8	109,18	4.576,2	102,33	5.285,0	104,85
lug.	1.864,6	104,86	2.129,8	100,03	3.994,4	102,23	608,3	108,37	4.602,7	103,00	5.321,2	105,62
ago.	1.872,1	105,24	2.132,4	100,11	4.004,5	102,45	615,5	109,55	4.620,0	103,33	5.355,1	106,27
set.	1.882,7	105,87	2.131,5	100,08	4.014,2	102,71	637,7	111,36	4.651,9	103,79	5.390,2	107,00
ott.	1.891,6	106,31	2.139,4	100,32	4.031,0	103,05	646,5	112,75	4.677,5	104,26	5.435,4	107,83
nov.	1.904,9	106,97	2.141,3	100,32	4.046,2	103,34	662,2	115,22	4.708,3	104,83	5.492,6	108,89
dic.	1.906,8	107,06	2.139,0	100,21	4.045,8	103,33	684,7	117,19	4.730,5	105,09	5.486,9	108,86
2000 gen.	1.948,7	109,36	2.122,2	99,38	4.070,9	103,92	690,0	117,32	4.760,9	105,62	5.538,1	109,79
feb.	1.974,7	110,81	2.130,4	99,84	4.105,2	104,83	696,0	118,32	4.801,1	106,54	5.600,8	111,05
mar.	1.992,7	111,75	2.135,6	100,02	4.128,4	105,36	713,5	121,07	4.841,8	107,36	5.665,4	112,27
apr.	2.008,3	112,51	2.139,7	100,09	4.148,1	105,74	757,8	120,98	4.905,9	107,67	5.735,1	113,51
mag. ^(p)	2.005,0	112,51	2.152,7	100,71	4.157,7	106,08	764,0	122,55	4.921,8	108,18	5.773,5	114,24

4. Flussi destagionalizzati ⁵⁾

	M3										Prestiti ad altri residenti nell'area dell'euro (escluse le Amm. pubbliche)	
	M2					Strumenti negoziabili ⁴⁾		Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)			
	M1		Altri depositi a breve ³⁾		Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)	Totale			Variazione sul mese precedente (in perc.)	Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)
	Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)	Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1998 ott.	9,9	0,6	5,4	0,3	15,3	0,4	20,7	3,4	36,0	0,8	33,4	0,7
nov.	16,6	1,0	9,3	0,4	25,9	0,7	-24,1	-3,8	1,8	0,0	44,4	0,9
dic.	24,2	1,4	13,1	0,6	37,3	1,0	-34,7	-5,7	2,6	0,1	26,8	0,5
1999 gen.	65,6	3,8	3,5	0,2	69,1	1,8	-4,4	-0,8	64,7	1,5	86,3	1,7
feb.	-4,0	-0,2	-7,5	-0,4	-11,5	-0,3	12,5	2,2	1,0	0,0	21,5	0,4
mar.	18,5	1,0	8,4	0,4	26,9	0,7	-2,8	-0,5	24,1	0,5	42,8	0,8
apr.	11,0	0,6	3,5	0,2	14,5	0,4	10,9	1,9	25,5	0,6	28,6	0,6
mag.	19,1	1,1	3,5	0,2	22,5	0,6	3,2	0,5	25,7	0,6	39,8	0,8
giu.	12,9	0,7	-6,0	-0,3	6,9	0,2	6,8	1,1	13,7	0,3	55,6	1,1
lug.	20,8	1,1	13,7	0,6	34,5	0,9	-4,6	-0,7	30,0	0,7	38,8	0,7
ago.	6,7	0,4	1,7	0,1	8,4	0,2	6,6	1,1	15,0	0,3	33,1	0,6
set.	11,1	0,6	-0,7	0,0	10,4	0,3	10,2	1,7	20,6	0,4	36,6	0,7
ott.	7,9	0,4	5,2	0,2	13,2	0,3	7,9	1,2	21,1	0,5	42,0	0,8
nov.	11,6	0,6	-0,1	0,0	11,5	0,3	14,2	2,2	25,7	0,5	53,4	1,0
dic.	1,7	0,1	-2,2	-0,1	-0,5	0,0	11,3	1,7	10,8	0,2	-1,3	0,0
2000 gen.	40,9	2,1	-17,8	-0,8	23,2	0,6	0,8	0,1	24,0	0,5	46,8	0,9
feb.	25,9	1,3	9,7	0,5	35,6	0,9	5,9	0,8	41,4	0,9	63,3	1,1
mar.	16,7	0,8	3,9	0,2	20,6	0,5	16,2	2,3	36,8	0,8	61,4	1,1
apr.	13,5	0,7	1,6	0,1	15,2	0,4	-0,5	-0,1	14,6	0,3	62,7	1,1
mag. ^(p)	0,1	0,0	13,1	0,6	13,2	0,3	9,8	1,3	23,0	0,5	37,1	0,6

Fonte: BCE.

1) Cfr. nota 1 a pag. 14*.

2) Cfr. nota 2 a pag. 14*. Per il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le note tecniche.

3) Gli "altri depositi a breve" comprendono i depositi con durata prestabilita fino a due anni e i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi.

4) Gli strumenti negoziabili comprendono i pronti contro termine, le quote di fondi comuni monetari e gli strumenti del mercato monetario, oltre ai titoli obbligazionari con scadenza originaria fino a due anni.

5) Cfr. nota 4 a pag. 15*.

Tavola 2.5

Prestiti delle IFM, distinti per controparte, forma tecnica e scadenza originaria ¹⁾

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

1. Prestiti al settore privato non finanziario

	Imprese non finanziarie ²⁾				Famiglie ²⁾	Credito al consumo ³⁾			Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾			Altri prestiti			Istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie ²⁾
	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni			fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1998 2° tr.	2.200,5	785,1	320,8	1.094,6	2.373,6	78,2	121,8	190,2	28,4	49,7	1.344,7	113,9	79,2	367,6	37,5
3° tr.	2.223,6	775,1	324,3	1.124,3	2.420,4	80,2	126,0	195,1	28,9	48,6	1.379,3	111,8	86,6	364,0	36,8
4° tr.	2.286,8	813,3	316,2	1.157,3	2.479,6	84,6	128,4	199,8	28,2	42,0	1.419,6	114,3	82,0	380,7	36,9
1999 1° tr.	2.258,7	818,7	338,5	1.101,4	2.527,5	86,5	147,6	187,3	15,4	66,9	1.464,0	135,5	99,3	325,1	35,8
2° tr.	2.330,1	844,0	352,6	1.133,5	2.593,0	84,6	152,8	192,9	18,7	63,7	1.513,6	138,3	99,2	329,1	35,8
3° tr.	2.344,9	831,5	362,3	1.151,2	2.653,5	86,2	155,6	195,3	19,5	64,3	1.561,4	136,2	97,8	337,3	36,2
4° tr.	2.417,7	857,9	372,8	1.186,9	2.718,2	88,7	154,5	194,2	19,9	60,4	1.619,2	142,1	100,2	339,0	37,4
2000 1° tr. ^(p)	2.491,1	892,3	389,6	1.209,2	2.768,0	90,2	160,9	197,9	20,2	59,5	1.654,0	140,6	100,8	344,0	39,1

2. Prestiti a istituzioni finanziarie non monetarie

	Intermediari finanziari non monetari, escluse le società di assicurazione e i fondi pensione ²⁾				Società di assicurazione e fondi pensione ²⁾			
	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni		fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	
	16	17	18	19	20	21	22	23
1998 2° trim.	246,3	148,1	51,4	46,8	23,4	16,4	2,1	4,8
3° trim.	247,5	143,3	54,2	50,0	35,2	27,2	2,4	5,6
4° trim.	264,0	158,0	52,9	53,0	27,8	19,0	2,5	6,3
1999 1° trim.	300,3	183,6	54,8	61,8	35,9	27,0	3,0	5,9
2° trim.	306,0	192,0	52,3	61,7	40,3	28,8	2,7	8,8
3° trim.	298,7	181,1	53,3	64,3	41,7	32,9	2,8	6,0
4° trim.	314,8	190,4	54,6	69,7	29,2	20,6	2,7	5,9
2000 1° trim. ^(p)	331,8	203,3	55,9	72,7	32,8	21,6	3,9	7,3

3. Prestiti al settore pubblico

	Ammini- strazioni pubbliche ²⁾	Ammini- strazioni centrali ⁴⁾	Altre Amministrazioni pubbliche								Enti previdenziali
			Ammini- strazioni regionali				Ammini- strazioni locali				
				fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni		fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
1998 2° trim.	830,1	219,1	271,8	8,6	15,6	247,6	333,5	19,9	13,0	300,6	5,6
3° trim.	831,5	216,5	273,7	7,8	14,2	251,7	326,1	18,3	11,2	296,7	15,3
4° trim.	841,7	201,6	291,2	11,4	13,5	266,3	334,9	18,9	10,9	305,2	14,0
1999 1° trim.	837,2	220,7	276,7	12,1	20,9	243,7	327,4	19,4	12,5	295,5	12,4
2° trim.	836,9	212,0	279,2	11,5	20,5	247,1	328,4	20,0	10,9	297,5	17,3
3° trim.	829,8	206,2	278,4	10,1	21,3	247,0	328,4	19,8	10,4	298,2	16,8
4° trim.	844,0	199,9	289,9	15,0	22,1	252,7	338,7	20,5	11,8	306,4	15,6
2000 1° trim. ^(p)	833,0	197,0	288,5	13,2	24,0	251,3	332,1	19,9	10,7	301,5	15,5

Fonte: BCE.

- 1) Le consistenze non sono corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni o variazioni dei tassi di cambio. I dati sono parzialmente stimati.
- 2) La corrispondente classificazione dei settori in SEC 95 è la seguente: imprese non finanziarie: S11; famiglie: S14; istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie: S15; intermediari finanziari non monetari, escluse le società di assicurazione e i fondi pensione (corrispondenti agli "altri intermediari finanziari" in SEC 95): S123 (inclusi ausiliari finanziari: S124); società di assicurazione e fondi pensione: S125; Amministrazioni pubbliche: S13.
- 3) 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.
- 4) Per i prestiti alle Amministrazioni centrali non si dispone di una scomposizione per scadenza.

Tavola 2.6**Depositi presso le IFM, per settore depositante e per tipo di strumento ¹⁾**

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

1. Depositi del settore privato non finanziario

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ²⁾				
		In conto corrente	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine		In conto corrente	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 2° trim.	704,9	390,1	245,4	26,5	42,9	3.256,4	768,4	1.120,7	1.311,8	55,6
3° trim.	705,6	392,2	250,5	25,4	37,5	3.225,1	745,6	1.111,0	1.311,6	56,8
4° trim.	743,2	435,6	252,4	25,6	29,5	3.313,1	794,1	1.116,4	1.355,0	47,7
1999 1° trim.	726,1	393,2	285,9	23,5	23,5	3.222,5	797,3	1.110,7	1.275,0	39,5
2° trim.	739,0	425,9	263,7	25,7	23,7	3.237,1	841,3	1.082,5	1.280,7	32,6
3° trim.	743,3	427,3	268,4	25,4	22,1	3.232,1	843,5	1.075,4	1.279,2	33,9
4° trim.	768,2	443,6	279,3	23,8	21,5	3.299,3	870,1	1.098,7	1.291,1	39,4
2000 1° trim. ^(p)	781,0	444,0	288,9	24,5	23,6	3.292,3	886,3	1.093,9	1.269,6	42,5

2. Depositi di istituzioni finanziarie non monetarie

	Intermediari finanziari non monetari, escluse le società di assicurazione e i fondi pensione ²⁾					Società di assicurazione e fondi pensione ²⁾				
		In conto corrente	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine		In conto corrente	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 2° trim.	248,8	70,3	79,5	10,7	88,2	402,7	26,6	358,8	4,7	12,6
3° trim.	254,1	68,6	77,8	10,3	97,4	408,3	24,8	363,1	4,4	16,0
4° trim.	259,2	79,1	83,4	9,3	87,3	410,9	28,6	367,5	4,6	10,2
1999 1° trim.	375,5	127,4	141,9	4,7	101,5	424,9	32,0	379,1	3,0	10,8
2° trim.	400,1	132,9	164,9	4,7	97,6	429,9	36,4	379,5	3,3	10,7
3° trim.	390,1	122,0	172,4	5,2	90,4	435,2	31,8	388,6	3,3	11,5
4° trim.	397,8	142,6	181,2	4,7	69,3	446,3	32,0	399,2	3,3	11,9
2000 1° trim. ^(p)	433,7	157,6	178,7	5,6	91,8	456,5	34,2	405,9	3,2	13,1

3. Depositi delle Amministrazioni pubbliche

	Amministrazioni pubbliche ²⁾																					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17					
																		Altre Amministrazioni pubbliche				
																		Amministrazioni regionali				
In conto corrente	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	In conto corrente	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	In conto corrente	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine											
1998 2° tr.	285,5	147,3	51,1	7,4	43,5	0,1	0,1	45,7	21,8	19,3	3,4	1,2	41,3	15,0	23,8	1,3	1,2					
3° tr.	297,0	156,4	52,7	7,8	44,6	0,1	0,2	47,2	21,7	20,3	3,5	1,6	40,8	14,3	23,7	1,3	1,5					
4° tr.	299,4	149,7	53,7	10,1	43,5	0,1	0,1	52,8	25,7	22,3	3,5	1,2	43,1	12,9	28,3	1,1	0,8					
1999 1° tr.	253,8	133,4	25,6	7,4	17,9	0,1	0,2	52,9	24,1	23,9	3,2	1,7	41,9	14,3	25,6	1,0	1,0					
2° tr.	254,5	124,9	27,3	8,1	18,9	0,2	0,1	54,3	26,1	24,1	3,4	0,7	47,9	18,2	27,6	1,1	1,0					
3° tr.	262,0	133,2	27,8	8,7	18,7	0,1	0,2	54,4	24,5	25,4	3,3	1,1	46,6	17,1	27,2	0,9	1,5					
4° tr.	280,7	142,0	31,6	10,2	21,1	0,1	0,2	59,0	27,1	27,2	3,4	1,2	48,1	16,0	30,6	0,7	0,7					
2000 1° tr. ^(p)	267,8	128,7	28,7	8,3	20,2	0,1	0,1	58,5	25,6	27,5	3,3	2,1	51,9	18,3	31,9	0,7	1,1					

Fonte: BCE.

- 1) Le consistenze non sono corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni o variazioni dei tassi di cambio. I dati sono parzialmente stimati.
- 2) La corrispondente classificazione dei settori in SEC 95 è la seguente: società non finanziarie: S11; famiglie, S14 (incluse le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie: S15); intermediari finanziari non monetari, escluse le società di assicurazione e i fondi pensione (corrispondenti agli "altri intermediari finanziari" in SEC 95): S123 (inclusi gli ausiliari finanziari: S124); società di assicurazione e fondi pensione: S125; Amministrazioni pubbliche: S13.

Tavola 2.7
Principali attività e passività delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro ¹⁾
(miliardi di euro (dati non destagionalizzati; consistenze di fine periodo))
1. Eurosistema ²⁾

	Prestiti a non residenti				Titoli diversi da azioni emessi da non residenti				Azioni e altri titoli di capitale emessi da non residenti			Depositi di non residenti			
	Banche ^{3) 4)}		Non banche		Banche ³⁾		Non banche		Banche ³⁾		Altri	Banche ³⁾		Non banche	
	1	2	Ammini- strazioni pubbliche 3	Altri 4	5	6	Ammini- strazioni pubbliche 7	Altri 8	9	10	11	12	13	Ammini- strazioni pubbliche 14	Altri 15
1998 2° tr.	93,7	77,3	12,9	3,4	91,6	9,3	80,9	1,5	1,0	0,3	0,8	14,4	9,1	5,0	0,3
3° tr.	78,7	70,4	4,4	3,9	94,0	3,0	89,8	1,2	0,6	0,1	0,5	10,3	9,5	0,4	0,4
4° tr.	84,4	71,6	11,6	1,1	120,8	2,3	116,2	2,3	0,6	0,1	0,5	12,8	12,1	0,4	0,4
1999 1° tr.	108,4	97,1	8,4	2,9	185,4	3,9	178,7	2,9	0,4	0,1	0,3	91,9	89,6	0,4	1,8
2° tr.	191,4	174,7	13,1	3,7	175,2	4,5	166,9	3,8	0,4	0,1	0,3	165,2	162,8	0,2	2,2
3° tr.	108,1	99,0	6,8	2,3	176,2	4,0	168,1	4,1	0,4	0,1	0,3	82,6	80,6	0,4	1,5
4° tr.	59,6	45,6	7,4	6,6	193,9	5,7	184,4	3,8	0,6	0,1	0,5	43,2	39,8	0,3	3,2
2000 1° tr. ^(*)	92,9	81,8	8,9	2,2	199,7	4,8	189,2	5,7	0,5	0,1	0,4	68,3	66,7	0,2	1,4

2. IFM, escluso l'Eurosistema

	Prestiti a non residenti				Titoli diversi da azioni emessi da non residenti				Azioni e altri titoli di capitale emessi da non residenti			Depositi di non residenti			
	Banche ^{3) 4)}		Non banche		Banche ³⁾		Non banche		Banche ³⁾		Altri	Banche ³⁾		Non banche	
	1	2	Ammini- strazioni pubbliche 3	Altri 4	5	6	Ammini- strazioni pubbliche 7	Altri 8	9	10	11	12	13	Ammini- strazioni pubbliche 14	Altri 15
1998 2° tr.	1.336,5	963,3	65,9	307,4	282,0	81,2	92,0	108,8	56,6	16,9	39,7	1.487,2	1.123,2	61,6	302,4
3° tr.	1.323,6	949,8	68,7	305,1	271,1	66,6	84,1	120,4	57,6	23,0	34,7	1.485,9	1.159,3	34,0	292,7
4° tr.	1.253,0	889,8	70,7	292,5	272,4	64,5	89,4	118,5	55,2	21,9	33,3	1.501,9	1.139,6	39,2	323,0
1999 1° tr.	1.267,2	896,0	61,1	310,1	300,1	71,5	105,6	123,0	58,5	22,3	36,1	1.618,1	1.204,4	70,8	342,9
2° tr.	1.248,2	849,8	63,9	334,4	320,7	78,3	104,1	138,3	75,2	32,5	42,7	1.666,6	1.215,6	63,1	387,9
3° tr.	1.254,4	850,5	64,5	339,4	319,6	87,6	90,0	142,0	77,6	37,7	39,9	1.688,5	1.230,2	62,6	395,7
4° tr.	1.277,2	862,8	64,8	349,6	340,1	94,0	89,6	156,5	80,1	37,4	42,7	1.773,5	1.278,4	72,0	423,1
2000 1° tr. ^(*)	1.330,7	890,2	66,2	374,2	370,6	103,4	98,9	168,3	99,1	45,4	53,7	1.986,1	1.437,9	71,1	477,1

3. IFM, incluso l'Eurosistema

	Prestiti a non residenti				Titoli diversi da azioni emessi da non residenti				Azioni e altri titoli di capitale emessi da non residenti			Depositi di non residenti			
	Banche ^{3) 4)}		Non banche		Banche ³⁾		Non banche		Banche ³⁾		Altri	Banche ³⁾		Non banche	
	1	2	Ammini- strazioni pubbliche 3	Altri 4	5	6	Ammini- strazioni pubbliche 7	Altri 8	9	10	11	12	13	Ammini- strazioni pubbliche 14	Altri 15
1998 2° tr.	1.430,2	1.040,6	78,8	310,8	373,6	90,4	172,9	110,3	57,7	17,2	40,5	1.501,6	1.132,3	66,5	302,8
3° tr.	1.402,3	1.020,2	73,1	309,0	365,1	69,7	173,8	121,6	58,2	23,0	35,1	1.496,2	1.168,8	34,3	293,1
4° tr.	1.337,4	961,5	82,3	293,6	393,2	66,8	205,6	120,8	55,8	22,0	33,8	1.514,7	1.151,7	39,6	323,4
1999 1° tr.	1.375,6	993,1	69,5	313,0	485,5	75,4	284,3	125,9	58,8	22,4	36,4	1.710,0	1.294,0	71,3	344,7
2° tr.	1.439,6	1.024,5	77,0	338,1	495,9	82,7	271,0	142,1	75,6	32,5	43,0	1.831,8	1.378,4	63,3	390,1
3° tr.	1.362,5	949,5	71,3	341,7	495,8	91,6	258,1	146,1	78,0	37,8	40,2	1.771,0	1.310,8	63,0	397,2
4° tr.	1.336,9	908,5	72,2	356,2	534,0	99,7	273,9	160,3	80,7	37,5	43,2	1.816,8	1.318,2	72,3	426,3
2000 1° tr. ^(*)	1.423,5	972,0	75,1	376,4	570,3	108,2	288,1	174,0	99,6	45,5	54,1	2.054,4	1.504,6	71,3	478,5

Fonte: BCE.

1) Le consistenze non sono corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni e variazioni dei tassi di cambio. I dati sono parzialmente stimati.

2) I nuovi criteri di segnalazione entrati in vigore dal gennaio 1999 hanno dato luogo a una significativa discontinuità dei dati nel primo trimestre 1999.

3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

4) Include i depositi di IFM presso banche situate al di fuori dell'area dell'euro.

Tavola 2.8

Scomposizione per valuta di alcune passività e attività delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

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

Passività

1. Depositi detenuti da residenti nell'area dell'euro

	IFM								Non IFM							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE					Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE				
	1	2	3	4	USD	JPY	CHF	Altre	9	10	11	12	USD	JPY	CHF	Altre
1998 2° tr.	3.280,8	2.937,1	39,2	304,5	213,9	20,9	42,9	26,9	4.897,6	4.742,9	18,7	135,9	99,5	15,8	10,2	10,5
3° tr.	3.310,6	2.932,0	41,1	337,4	234,1	27,1	44,2	32,0	4.889,2	4.736,7	19,7	132,7	95,2	12,7	13,7	11,2
4° tr.	3.405,4	3.024,3	41,3	339,8	237,7	27,3	50,3	24,5	5.025,5	4.878,3	19,9	127,2	91,2	13,2	13,2	9,7
1999 1° tr.	3.877,0	3.453,2	49,1	374,6	263,6	27,1	54,5	29,4	5.002,5	4.850,6	23,7	128,1	89,2	14,2	14,5	10,2
2° tr.	4.111,3	3.712,2	44,0	355,0	252,8	27,0	51,5	23,6	5.059,6	4.899,3	25,7	134,6	96,6	15,0	12,5	10,5
3° tr.	3.836,7	3.430,1	46,0	360,6	253,4	30,0	56,1	21,0	5.061,5	4.901,1	25,8	134,6	95,9	16,3	11,9	10,4
4° tr.	3.856,9	3.448,1	42,4	366,4	258,1	33,9	54,1	20,2	5.191,3	5.027,2	24,0	140,1	100,8	17,3	11,5	10,5
2000 1° tr. ^(p)	3.915,6	3.482,9	51,3	381,4	263,1	38,8	59,6	19,8	5.230,1	5.056,7	28,4	145,1	105,5	17,2	11,7	10,6

2. Depositi detenuti da non residenti nell'area dell'euro

	Banche ³⁾								Non banche							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE					Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE				
	1	2	3	4	USD	JPY	CHF	Altre	9	10	11	12	USD	JPY	CHF	Altre
1998 2° tr.	1.132,3	460,7	121,4	550,3	425,7	40,9	49,9	33,7	372,7	147,8	32,6	192,3	140,3	18,9	11,6	21,5
3° tr.	1.168,8	464,3	127,3	577,2	443,6	47,5	54,1	32,0	330,8	143,1	28,8	158,9	122,3	13,8	11,2	11,6
4° tr.	1.151,7	455,3	123,5	572,9	438,1	56,1	52,6	26,1	366,4	154,5	33,2	178,6	131,3	22,8	12,1	12,5
1999 1° tr.	1.294,0	556,5	128,4	609,2	470,4	52,9	53,1	32,7	415,2	178,1	36,8	200,3	149,2	24,2	12,9	13,9
2° tr.	1.378,4	613,9	135,3	629,2	501,2	39,2	52,3	36,5	453,2	193,3	40,9	219,0	168,0	24,5	11,7	14,8
3° tr.	1.310,8	553,8	130,1	626,9	495,6	43,9	53,5	33,9	458,8	199,8	43,4	215,7	161,9	27,5	11,4	14,8
4° tr.	1.318,2	539,0	120,9	658,3	526,0	48,8	50,7	32,8	498,5	214,0	46,7	237,9	183,4	27,3	13,0	14,2
2000 1° tr. ^(p)	1.504,6	597,4	155,5	751,6	588,7	63,9	64,4	34,7	549,8	236,8	54,3	258,7	198,3	32,6	12,5	15,3

3. Obbligazioni e titoli di mercato monetario emessi da IFM dell'area dell'euro

	Titoli obbligazionari								Titoli di mercato monetario							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE					Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE				
	1	2	3	4	USD	JPY	CHF	Altre	9	10	11	12	USD	JPY	CHF	Altre
1998 2° tr.	2.053,9	1.833,8	22,5	197,6	112,7	37,6	30,6	16,7	160,2	144,2	0,7	15,3	10,9	1,8	1,2	1,3
3° tr.	2.105,7	1.891,4	26,0	188,3	105,3	33,9	33,4	15,8	166,1	147,9	0,6	17,6	15,5	1,0	0,7	0,3
4° tr.	2.121,3	1.903,5	27,7	190,1	106,6	35,4	33,2	15,0	169,4	155,4	0,6	13,4	11,3	0,9	1,1	0,1
1999 1° tr.	2.199,2	1.967,3	26,7	205,3	119,5	35,4	35,2	15,1	185,4	169,8	0,8	14,9	12,6	0,8	1,3	0,2
2° tr.	2.274,3	2.026,8	32,2	215,3	125,7	35,4	37,1	17,0	188,1	170,3	1,4	16,5	13,8	1,1	1,5	0,2
3° tr.	2.334,5	2.079,9	33,8	220,9	127,7	38,5	37,2	17,4	207,4	187,8	1,2	18,4	13,3	2,7	2,2	0,2
4° tr.	2.368,6	2.108,4	35,2	225,0	128,0	42,4	36,9	17,6	245,4	220,5	1,5	23,4	17,2	3,6	2,3	0,4
2000 1° tr. ^(p)	2.426,2	2.144,6	37,5	244,1	136,1	49,2	36,7	22,2	246,2	221,8	1,7	22,7	15,8	4,2	2,0	0,7

Fonte: BCE.

- 1) Le consistenze non sono corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni o variazioni dei tassi di cambio. I dati sono parzialmente stimati.
- 2) Inclusi strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

Attività

4. Prestiti a residenti nell'area dell'euro

	IFM								Non IFM							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	USD	JPY	CHF	Altre	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	USD	JPY	CHF	Altre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 2° tr.	3.336,7	-	-	-	-	-	-	-	5.707,9	5.545,5	25,3	137,0	80,8	13,5	38,4	4,4
3° tr.	3.355,3	-	-	-	-	-	-	-	5.792,7	5.630,4	26,3	136,0	77,7	12,7	42,8	2,9
4° tr.	3.386,1	-	-	-	-	-	-	-	5.937,5	5.764,0	26,6	147,0	79,0	15,4	48,8	3,8
1999 1° tr.	3.865,2	-	-	-	-	-	-	-	5.995,5	5.798,9	20,2	176,4	99,9	18,3	53,7	4,5
2° tr.	4.098,8	-	-	-	-	-	-	-	6.142,1	5.931,2	21,3	189,6	108,9	19,5	57,9	3,2
3° tr.	3.820,5	-	-	-	-	-	-	-	6.204,9	5.985,0	23,3	196,6	106,9	23,9	61,6	4,2
4° tr.	3.842,1	-	-	-	-	-	-	-	6.364,9	6.132,6	22,3	210,0	114,7	28,3	62,4	4,6
2000 1° tr. ^(p)	3.923,9	-	-	-	-	-	-	-	6.498,8	6.232,9	32,0	234,0	128,1	34,7	67,0	4,2

5. Titoli emessi da residenti nell'area dell'euro

	Emessi da IFM								Emessi da non IFM							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	USD	JPY	CHF	Altre	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	USD	JPY	CHF	Altre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 2° tr.	683,9	656,0	5,9	22,0	13,8	2,5	1,1	4,6	1.430,3	1.389,7	8,6	32,0	15,6	6,4	2,5	7,6
3° tr.	706,8	679,7	7,2	20,0	12,9	2,9	1,4	2,9	1.416,1	1.380,3	10,2	25,6	14,0	7,0	2,3	2,3
4° tr.	722,4	680,9	17,8	23,6	15,8	3,6	1,8	2,5	1.377,8	1.340,9	10,6	26,3	14,7	8,2	2,3	1,1
1999 1° tr.	762,3	726,7	7,8	27,9	18,3	5,6	1,3	2,7	1.419,1	1.386,6	3,9	28,5	15,4	10,2	2,0	0,9
2° tr.	801,7	767,6	6,5	27,6	18,3	5,2	1,1	3,0	1.429,0	1.398,8	3,2	26,9	13,6	10,2	2,1	1,1
3° tr.	829,4	795,4	6,8	27,2	17,8	5,1	1,7	2,6	1.442,9	1.412,7	3,1	27,1	13,0	10,4	2,2	1,6
4° tr.	828,5	793,9	7,3	27,3	18,2	4,8	2,3	2,0	1.436,1	1.403,6	5,4	27,1	12,7	10,3	1,9	2,2
2000 1° tr. ^(p)	872,6	835,0	10,7	26,9	17,4	4,9	2,0	2,7	1.442,0	1.410,1	4,7	27,2	13,3	10,9	2,0	1,0

6. Prestiti a non residenti nell'area dell'euro

	Banche ³⁾								Non banche							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	USD	JPY	CHF	Altre	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	USD	JPY	CHF	Altre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 2° tr.	1.040,6	417,6	84,9	538,1	409,3	62,8	28,7	37,3	386,3	181,5	20,9	183,9	162,9	4,6	11,1	5,3
3° tr.	1.020,2	419,3	98,3	502,6	365,2	67,5	26,7	43,2	378,8	174,7	24,5	179,6	156,5	5,3	11,9	5,9
4° tr.	961,5	371,7	74,1	515,7	375,8	74,7	27,0	38,1	372,6	148,1	26,8	197,8	171,6	8,3	13,3	4,5
1999 1° tr.	993,1	457,8	76,3	459,0	325,1	62,3	27,2	44,4	384,4	134,1	29,0	221,4	193,7	7,7	14,4	5,6
2° tr.	1.024,5	474,4	80,5	469,6	349,1	52,9	26,2	41,4	417,2	139,9	35,0	242,3	211,7	8,0	16,3	6,3
3° tr.	949,5	428,1	78,4	442,9	320,3	54,1	28,3	40,2	413,6	143,4	36,9	233,3	198,7	10,8	18,0	5,8
4° tr.	908,5	388,9	74,9	444,6	323,4	53,9	30,0	37,4	431,8	138,6	39,6	253,5	217,0	11,1	18,8	6,7
2000 1° tr. ^(p)	972,0	426,8	90,5	454,7	322,7	58,1	33,2	40,7	455,4	145,7	40,0	269,7	229,7	13,7	20,0	6,3

7. Titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro

	Emessi da banche ³⁾								Emessi da non banche							
	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	USD	JPY	CHF	Altre	Tutte le valute	Euro ²⁾	Altre valute UE	Valute non UE	USD	JPY	CHF	Altre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1998 2° tr.	90,4	18,1	5,3	67,1	38,6	4,5	0,7	23,3	278,0	49,3	25,9	202,7	141,3	20,4	3,8	37,3
3° tr.	69,7	20,3	-4,3	53,7	39,7	5,2	1,0	7,8	290,2	41,5	31,5	217,2	161,1	30,1	4,4	21,6
4° tr.	66,8	19,6	5,6	41,5	28,1	4,9	0,8	7,6	321,2	48,1	31,0	242,1	182,2	35,7	4,2	19,8
1999 1° tr.	75,4	19,5	5,6	50,3	35,0	5,3	0,9	9,1	409,8	52,4	31,0	326,4	255,1	37,2	4,3	29,7
2° tr.	82,7	21,7	6,4	54,7	39,2	5,6	1,2	8,8	412,9	66,7	33,8	312,3	247,8	37,1	4,9	22,5
3° tr.	91,6	33,9	6,1	51,5	38,1	5,9	1,0	6,5	403,6	80,5	30,9	292,2	237,4	33,5	4,5	16,8
4° tr.	99,7	38,0	7,2	54,5	39,5	6,9	1,0	7,1	433,0	91,3	31,4	310,4	253,2	34,4	4,7	18,1
2000 1° tr. ^(p)	108,2	39,7	7,0	61,6	45,8	6,5	1,0	8,2	460,2	85,7	34,5	340,0	274,0	39,2	6,1	20,7

3 Mercati finanziari e tassi di interesse nell'area dell'euro

Tavola 3.1

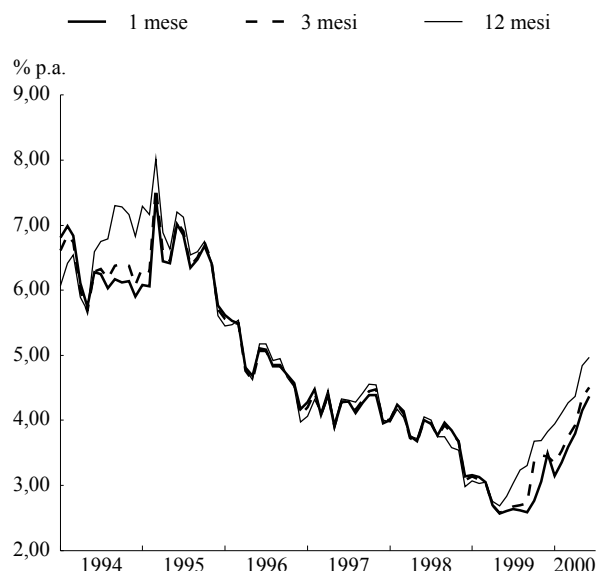
Tassi di interesse del mercato monetario ¹⁾

(valori percentuali in ragione d'anno)

	Area dell'euro ⁴⁾					Stati Uniti ⁶⁾	Giappone ⁶⁾
	Depositi overnight ^{2) 3)} 1	Depositi a 1 mese ²⁾ 2	Depositi a 3 mesi ²⁾ 3	Depositi a 6 mesi ²⁾ 4	Depositi a 12 mesi ²⁾ 5	Depositi a 3 mesi 6	Depositi a 3 mesi 7
1995	5,62	6,51	6,59	6,68	6,86	6,04	1,23
1996	4,04	4,95	4,92	4,89	4,93	5,51	0,57
1997	3,98	4,23	4,24	4,25	4,28	5,76	0,62
1998	3,09	3,84	3,83	3,78	3,77	5,57	0,66
1999	2,74	2,86	2,96	3,06	3,19	5,42	0,22
1999 giu.	2,56	2,61	2,63	2,68	2,84	5,18	0,10
lug.	2,52	2,63	2,68	2,90	3,03	5,31	0,11
ago.	2,44	2,61	2,70	3,05	3,24	5,45	0,09
set.	2,43	2,58	2,73	3,11	3,30	5,57	0,10
ott.	2,50	2,76	3,38	3,46	3,68	6,18	0,25
nov.	2,94	3,06	3,47	3,48	3,69	6,10	0,30
dic.	3,04	3,49	3,44	3,51	3,83	6,13	0,33
2000 gen.	3,04	3,15	3,34	3,56	3,95	6,04	0,15
feb.	3,28	3,36	3,54	3,73	4,11	6,10	0,13
mar.	3,51	3,59	3,75	3,94	4,27	6,20	0,14
apr.	3,69	3,80	3,93	4,09	4,37	6,31	0,12
mag.	3,92	4,15	4,35	4,53	4,84	6,75	0,10
giu.	4,29	4,37	4,50	4,68	4,96	6,79	0,13
2000 2 giu.	4,16	4,28	4,47	4,65	4,96	6,85	0,10
9	4,33	4,43	4,55	4,75	5,04	6,81	0,11
16	4,24	4,36	4,48	4,63	4,91	6,78	0,11
23	4,51	4,42	4,53	4,70	5,01	6,77	0,14
30	4,75	4,42	4,55	4,78	5,04	6,77	0,23

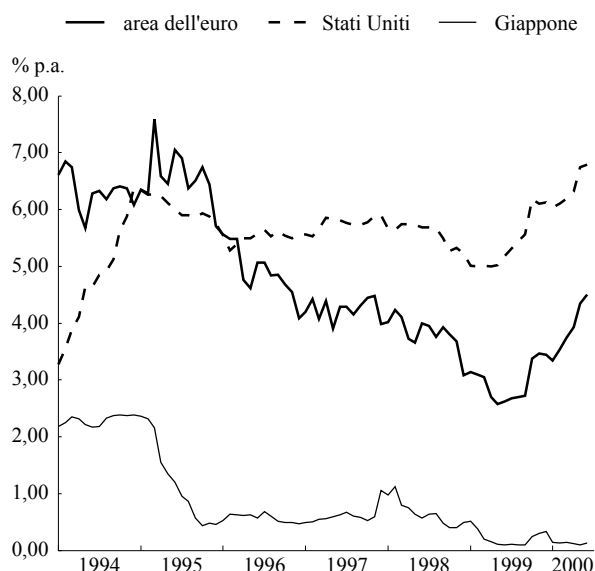
Tassi del mercato monetario dell'area dell'euro

(dati mensili)



Tassi del mercato monetario a 3 mesi

(dati mensili)



Fonti: Reuters e BCE.

1) Ad eccezione del tasso overnight fino a dicembre 1998, i dati mensili e annuali sono medie nel periodo indicato.

2) Tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio overnight dell'euro (EONIA).

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

4) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL.

5) Dal gennaio 1999, tassi interbancari lettera (EURIBOR). Fino al dicembre 1998, tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR), laddove disponibile.

6) Tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR).

Tavola 3.2

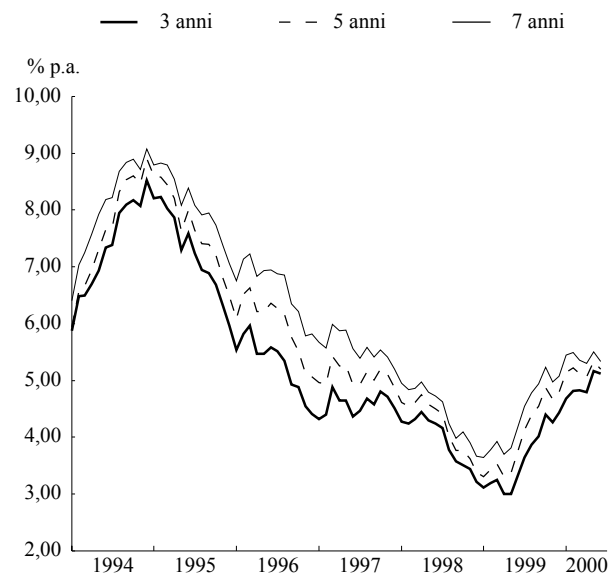
Rendimenti dei titoli di Stato ¹⁾

(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
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
1999	3,38	3,63	4,01	4,38	4,66	5,64	1,75
1999 giu.	3,09	3,34	3,77	4,20	4,53	5,90	1,60
lug.	3,30	3,64	4,13	4,55	4,86	5,80	1,69
ago.	3,56	3,87	4,39	4,78	5,06	5,94	1,89
set.	3,66	4,02	4,55	4,94	5,24	5,91	1,75
ott.	4,07	4,40	4,87	5,23	5,47	6,10	1,78
nov.	3,99	4,27	4,67	4,97	5,18	6,03	1,81
dic.	4,18	4,43	4,79	5,07	5,30	6,26	1,73
2000 gen.	4,38	4,68	5,14	5,44	5,70	6,66	1,71
feb.	4,55	4,82	5,23	5,49	5,66	6,52	1,83
mar.	4,59	4,83	5,12	5,35	5,49	6,26	1,81
apr.	4,58	4,79	5,06	5,30	5,41	6,00	1,75
mag.	5,00	5,16	5,34	5,51	5,52	6,42	1,71
giu.	5,02	5,12	5,19	5,33	5,35	6,10	1,69
2000 2 giu.	4,93	5,04	5,10	5,25	5,26	6,12	1,68
9	5,12	5,18	5,22	5,33	5,33	6,12	1,66
16	4,91	5,02	5,10	5,26	5,27	5,97	1,63
23	5,10	5,22	5,30	5,43	5,44	6,19	1,69
30	5,07	5,16	5,23	5,39	5,41	6,03	1,75

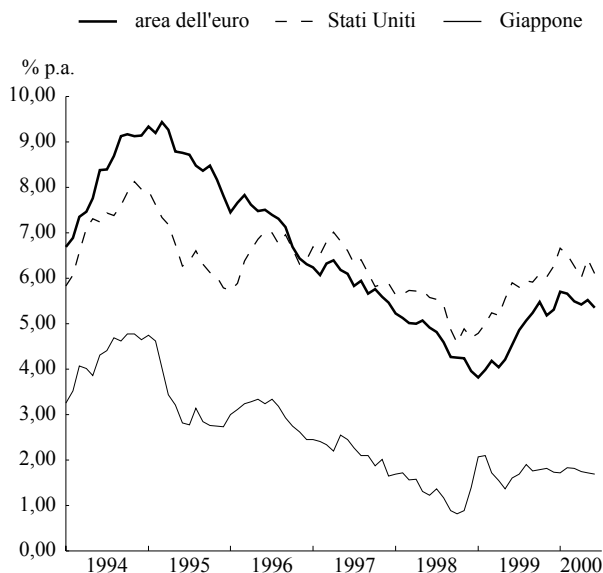
Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(dati mensili)



Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

(dati mensili)

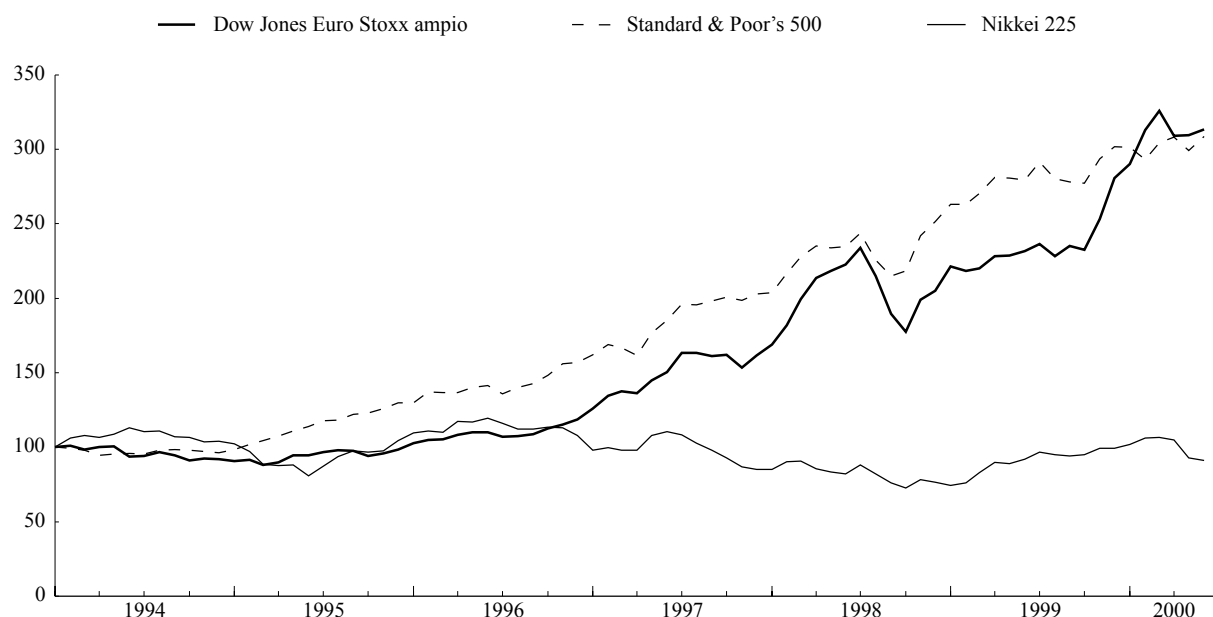


Fonti: Reuters, BCE, Federal Reserve e Banca del Giappone.

- 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 3.3
Indici del mercato azionario
(numeri indice)¹⁾

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici settoriali											
	Definizione ampia 1	Primi 50 titoli 2	Materie prime 3	Beni di consumo ciclici 4	Beni di consumo non ciclici 5	Energetici 6	Finanziari 7	Industriali 8	Alta tecnologia 9	Servizi pubblici 10	Telecomunicazioni 11	Servizi sanitari 12	Standard & Poor's 500 13	Nikkei 225 14
1995	130,5	1.388,1	150,6	127,9	141,1	131,2	117,0	124,5	146,0	132,3	161,9	166,4	542,2	17.363,4
1996	151,6	1.657,5	181,1	146,8	180,6	159,5	129,9	134,7	150,0	166,3	202,4	230,2	671,2	21.061,7
1997	207,6	2.319,6	233,4	191,9	231,9	227,3	184,4	168,0	227,7	205,5	324,4	301,8	873,9	18.373,4
1998	280,5	3.076,3	257,9	245,0	295,5	249,3	281,3	218,4	333,6	282,1	487,7	348,6	1.085,3	15.338,4
1999	325,8	3.787,3	279,2	262,9	327,7	286,0	295,7	285,1	470,4	306,0	718,8	392,8	1.327,8	16.829,9
1999 giu. lug. ago. set. ott. nov. dic.	321,7	3.749,5	279,8	265,9	327,3	299,0	288,5	284,4	440,2	300,3	694,1	377,6	1.322,6	17.136,0
	328,1	3.846,2	294,7	265,5	330,4	316,0	289,6	294,5	481,6	302,3	687,0	392,9	1.381,0	18.008,6
	316,8	3.691,3	302,1	251,2	319,3	314,7	279,2	288,8	455,2	289,8	649,7	380,3	1.327,5	17.670,3
	325,9	3.772,8	294,3	257,5	328,7	312,3	289,8	297,8	480,8	296,1	683,3	383,3	1.318,2	17.532,8
	322,4	3.742,6	282,7	253,2	321,5	295,4	290,9	294,4	489,0	281,9	695,7	395,5	1.312,6	17.697,9
	351,2	4.160,0	294,9	265,0	333,2	305,7	310,3	314,7	589,9	297,4	836,2	427,1	1.391,6	18.440,3
	389,1	4.590,1	334,6	288,4	327,7	307,4	318,6	366,0	755,7	311,7	1.051,7	398,2	1.429,0	18.430,6
2000 gen. feb. mar. apr. mag. giu.	402,4	4.714,7	338,2	296,9	319,8	300,6	318,9	379,8	836,4	310,1	1.143,2	366,6	1.427,5	18.905,6
	433,8	5.090,6	309,3	308,1	307,6	299,7	313,6	396,4	989,4	346,4	1.423,7	371,3	1.388,4	19.700,9
	452,1	5.317,1	302,5	316,1	305,4	310,5	325,4	402,7	1.070,1	374,6	1.496,0	377,8	1.442,2	19.823,0
	428,6	5.149,1	306,8	293,7	313,3	329,1	339,0	382,2	957,4	353,9	1.236,7	411,1	1.459,7	19.517,7
	429,4	5.174,7	304,2	294,5	322,3	353,1	340,0	388,0	1.004,4	356,4	1.135,1	435,5	1.416,7	17.222,5
	434,7	5.274,2	274,6	294,8	326,1	349,8	350,0	385,4	1.052,1	349,7	1.149,7	456,4	1.462,0	16.969,3
2000 2 giu. 9 16 23 30	444,7	5.428,3	285,1	301,8	320,3	352,8	349,3	395,1	1.082,5	369,8	1.223,4	450,3	1.477,3	16.800,1
	437,4	5.293,0	282,8	296,1	322,7	347,6	348,5	392,8	1.070,2	359,4	1.168,7	435,2	1.456,9	16.861,9
	435,1	5.281,6	268,0	293,3	329,0	348,1	352,5	387,6	1.055,1	348,0	1.152,3	452,4	1.464,5	16.318,3
	432,0	5.240,6	261,9	292,5	328,1	353,3	346,6	381,1	1.076,3	340,3	1.115,0	472,6	1.441,5	16.963,2
	424,6	5.145,4	273,3	286,2	331,4	348,0	354,1	368,5	993,5	337,5	1.075,1	484,9	1.454,6	17.411,1

Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225
(base: gennaio 1994 = 100; dati mensili)


Fonte: Reuters.

1) I valori mensili e annuali sono medie nel periodo indicato.

Tavola 3.4

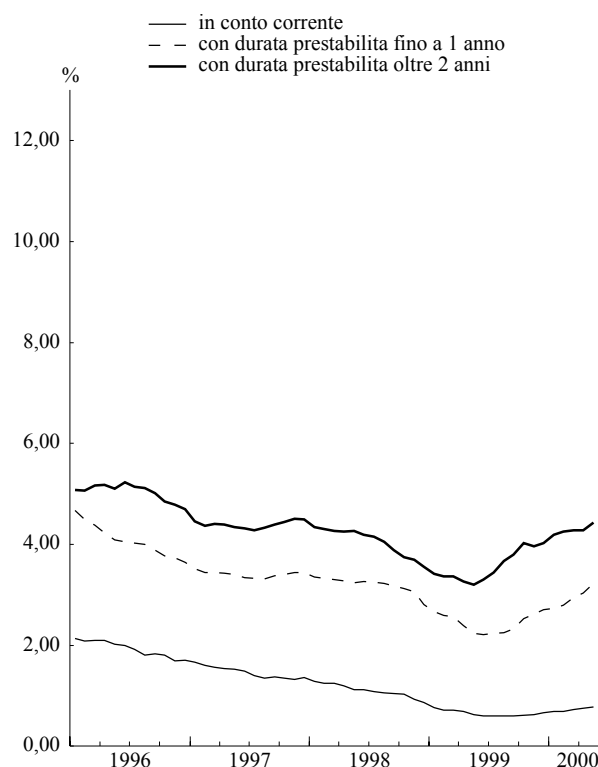
Tassi di interesse bancari al dettaglio

(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
1997	1,46	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,58	6,64	10,61	6,63
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,74	5,80	10,05	5,87
1999	0,65	2,44	2,45	3,57	2,15	2,76	5,66	5,10	9,38	5,29
1999 mag.	0,63	2,24	2,24	3,21	2,16	2,48	5,55	4,72	9,31	4,84
giu.	0,60	2,22	2,22	3,30	2,15	2,45	5,49	4,78	9,29	4,96
lug.	0,60	2,24	2,24	3,45	2,14	2,63	5,40	4,96	9,21	5,18
ago.	0,60	2,25	2,26	3,67	2,00	2,73	5,42	5,16	9,31	5,47
set.	0,60	2,32	2,32	3,79	1,99	2,80	5,38	5,19	9,29	5,53
ott.	0,61	2,52	2,52	4,03	2,00	2,93	5,58	5,55	9,36	5,79
nov.	0,63	2,62	2,62	3,96	2,02	3,01	5,74	5,54	9,36	5,77
dic.	0,67	2,70	2,71	4,02	2,04	3,05	5,82	5,51	9,37	5,80
2000 gen.	0,69	2,74	2,74	4,19	2,05	3,18	5,92	5,74	9,51	6,03
feb.	0,70	2,79	2,80	4,25	2,06	3,18	6,01	5,84	9,52	6,13
mar.	0,72	2,95	2,95	4,28	2,07	3,33	6,09	5,84	9,54	6,10
apr.	0,76	3,04	3,04	4,27	2,09	3,44	6,26	5,99	9,62	6,12
mag.	0,78	3,22	3,22	4,43	2,10	3,65	6,42	6,16	9,70	6,30

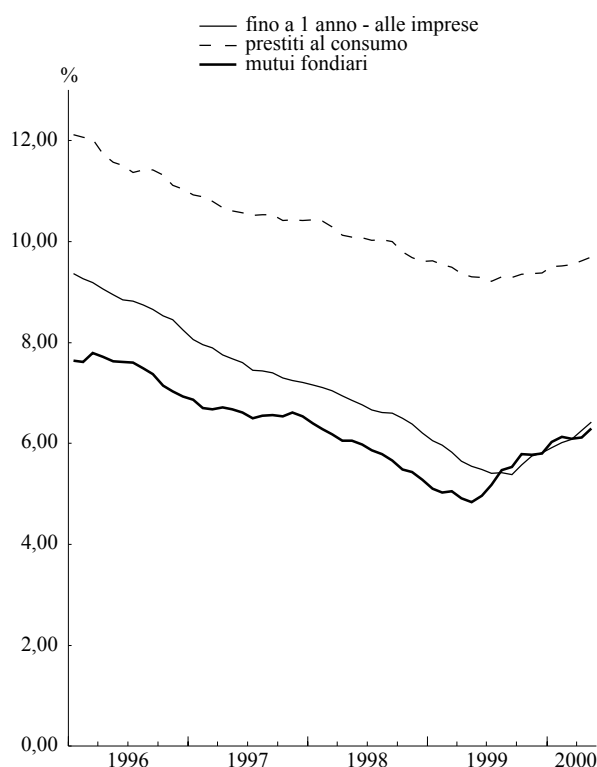
Tassi di interesse sui depositi

(dati mensili)



Tassi di interesse sui prestiti

(dati mensili)



Fonte: BCE.

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 il calcolo dei tassi di interesse bancari al dettaglio dell'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.

Tavola 3.5**Emissioni di titoli, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione ^{1) 2)}***(miliardi di euro; flussi e consistenze di fine periodo; valori nominali)***1. A breve termine ³⁾**

	Residenti nell'area dell'euro									
	Emissioni				In euro ⁴⁾				In altre	
					Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	217,0	200,1	16,8	579,0	212,0	196,0	16,0	554,8	5,0	4,1
mag.	172,0	172,5	-0,5	579,0	165,4	167,7	-2,2	552,6	6,6	4,8
giu.	175,7	187,1	-11,4	567,4	169,8	182,4	-12,7	540,3	5,9	4,7
lug.	209,8	212,1	-2,3	563,5	203,3	205,9	-2,6	536,0	6,5	6,2
ago.	181,8	164,7	17,2	581,7	175,0	159,0	16,0	552,1	6,8	5,6
set.	192,1	188,2	4,0	585,5	185,0	183,3	1,7	553,2	7,1	4,8
ott.	198,3	189,9	8,4	596,1	192,3	182,9	9,4	563,1	6,0	7,0
nov.	195,0	176,6	18,4	615,1	187,6	169,9	17,7	580,7	7,5	6,7
dic.	171,4	169,2	2,2	618,2	162,6	163,5	-0,8	580,0	8,7	5,7
2000 gen.	250,7	266,0	-15,3	599,4	239,3	255,7	-16,4	562,1	11,4	10,3
feb.	252,5	239,1	13,5	613,8	239,9	230,0	9,9	572,1	12,6	9,0
mar.	269,6	249,2	20,4	633,1	257,4	240,0	17,3	590,3	12,2	9,2
apr.	251,6	249,7	1,9	635,4	239,5	238,5	1,0	590,7	12,1	11,1

2. A lungo termine ³⁾

	Residenti nell'area dell'euro									
	Emissioni				In euro ⁴⁾				In altre	
					Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	126,3	99,1	27,3	5.623,3	116,6	94,4	22,2	5.207,6	9,7	4,7
mag.	129,0	78,9	50,1	5.675,9	119,7	72,0	47,7	5.256,0	9,3	6,9
giu.	117,4	65,5	51,8	5.729,6	107,2	59,5	47,6	5.303,5	10,2	6,0
lug.	130,7	87,2	43,5	5.768,7	121,6	77,0	44,6	5.349,2	9,1	10,1
ago.	70,7	49,4	21,3	5.795,9	62,3	43,7	18,6	5.368,5	8,4	5,7
set.	138,3	74,8	63,5	5.857,9	123,3	66,9	56,4	5.425,1	15,0	7,8
ott.	115,5	75,0	40,5	5.904,1	106,9	69,4	37,6	5.463,8	8,5	5,6
nov.	104,4	78,4	26,0	5.936,4	94,8	71,9	22,8	5.486,7	9,6	6,4
dic.	76,7	109,5	-32,8	5.910,0	70,3	96,3	-26,0	5.458,6	6,4	13,2
2000 gen.	109,5	94,7	14,8	5.930,2	100,9	87,2	13,7	5.474,2	8,6	7,5
feb.	122,5	70,0	52,5	5.983,1	111,4	62,1	49,3	5.524,1	11,1	7,9
mar.	123,7	93,4	30,3	6.023,8	113,9	83,2	30,8	5.556,9	9,8	10,3
apr.	106,0	74,1	31,9	6.062,9	98,7	68,2	30,5	5.587,2	7,3	5,9

3. Totale

	Residenti nell'area dell'euro									
	Emissioni				In euro ⁴⁾				In altre	
					Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	343,3	299,2	44,1	6.202,3	328,6	290,4	38,3	5.762,4	14,7	8,8
mag.	301,0	251,4	49,6	6.254,9	285,2	239,7	45,5	5.808,6	15,9	11,7
giu.	293,1	252,6	40,4	6.297,0	276,9	241,9	35,0	5.843,8	16,1	10,7
lug.	340,5	299,3	41,3	6.332,2	325,0	282,9	42,0	5.885,2	15,6	16,3
ago.	252,5	214,1	38,4	6.377,6	237,3	202,7	34,5	5.920,7	15,3	11,4
set.	330,4	262,9	67,5	6.443,4	308,3	250,2	58,1	5.978,3	22,1	12,7
ott.	313,8	265,0	48,9	6.500,2	299,3	252,3	47,0	6.027,0	14,6	12,7
nov.	299,4	255,0	44,4	6.551,5	282,3	241,8	40,5	6.067,4	17,1	13,1
dic.	248,1	278,7	-30,7	6.528,2	232,9	259,8	-26,9	6.038,6	15,1	18,9
2000 gen.	360,2	360,7	-0,5	6.529,6	340,1	342,8	-2,7	6.036,4	20,0	17,9
feb.	375,0	309,1	65,9	6.596,9	351,3	292,1	59,2	6.096,3	23,7	17,0
mar.	393,3	342,7	50,7	6.656,9	371,3	323,2	48,1	6.147,2	22,0	19,5
apr.	357,6	323,7	33,8	6.698,2	338,2	306,7	31,4	6.177,9	19,4	17,0

Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Si stima che i dati riferiti ai residenti dell'area dell'euro coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali.

2) Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze in quanto tengono conto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro ⁴⁾				Totale in euro ⁴⁾				
		Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,8	24,2	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
1,7	26,4	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
1,2	27,1	19,2	22,7	-3,5	22,8	566,4	568,8	-2,3	563,1	giu.
0,3	27,5	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
1,2	29,6	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
2,3	32,3	28,0	18,6	9,4	31,7	591,3	566,8	24,5	584,8	set.
-1,0	33,0	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
0,8	34,4	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
3,0	38,2	21,8	20,0	1,8	34,6	564,4	536,3	28,0	614,6	dic.
1,1	37,3	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
3,6	41,6	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
3,0	42,8	34,3	32,0	2,3	38,7	770,9	757,7	13,1	629,0	mar.
0,9	44,7	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro ⁴⁾				Totale in euro ⁴⁾				
		Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
5,0	415,7	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
2,4	419,9	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
4,2	426,1	55,4	11,8	43,6	514,9	398,9	237,8	161,2	5.818,4	giu.
-1,1	419,5	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
2,7	427,3	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
7,2	432,8	63,5	12,4	51,1	566,3	370,7	200,1	170,7	5.991,4	set.
2,9	440,2	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
3,2	449,7	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
-6,8	451,4	49,2	21,3	27,9	594,5	321,2	258,9	62,3	6.053,1	dic.
1,1	455,9	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
3,2	459,0	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
-0,5	466,9	67,7	21,0	46,7	657,0	393,8	253,4	140,4	6.213,9	mar.
1,5	475,7	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro ⁴⁾				Totale in euro ⁴⁾				
		Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
5,9	439,9	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
4,2	446,3	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
5,4	453,2	74,6	34,5	40,1	537,8	965,4	806,5	158,8	6.381,5	giu.
-0,8	447,0	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
3,9	456,9	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
9,5	465,2	91,5	31,0	60,5	597,9	962,1	766,9	195,2	6.576,2	set.
1,9	473,3	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
3,9	484,1	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
-3,8	489,7	71,0	41,3	29,7	629,1	885,6	795,3	90,3	6.667,7	dic.
2,2	493,2	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
6,8	500,6	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
2,6	509,7	102,0	53,0	49,0	695,7	1.164,7	1.011,2	153,6	6.842,9	mar.
2,4	520,3	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

3) I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali, come previsto dal SEC 95). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita.

4) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.

Tavola 3.6**Titoli denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente ^{1) 2) 3)}***(miliardi di euro; dati di fine periodo; valori nominali)***Consistenze****1. A breve termine ⁴⁾**

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	554,8	181,4	8,7	61,0	300,7	3,0	.	.	.	.
mag.	552,6	179,8	8,5	59,7	301,7	2,9	.	.	.	.
giu.	540,3	174,0	8,3	58,6	296,5	2,9	22,8	8,3	8,7	5,0
lug.	536,0	178,8	6,8	60,9	286,5	3,0	.	.	.	.
ago.	552,1	191,3	7,0	62,3	288,7	2,8	.	.	.	.
set.	553,2	200,6	6,8	64,6	278,6	2,5	31,7	11,2	12,0	7,3
ott.	563,1	213,9	6,6	66,1	273,6	3,0	.	.	.	.
nov.	580,7	237,3	6,4	67,5	266,0	3,5	.	.	.	.
dic.	580,0	248,7	5,7	66,5	254,4	4,8	34,6	14,4	12,1	6,3
2000 gen.	562,1	229,2	6,2	66,1	257,1	3,5	.	.	.	.
feb.	572,1	240,4	6,2	65,8	256,7	3,0	.	.	.	.
mar.	590,3	250,9	6,0	66,7	264,1	2,6	38,7	16,3	12,5	8,6
apr.	590,7	245,7	5,8	72,3	264,1	2,8	.	.	.	.

2. A lungo termine ⁴⁾

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	5.207,6	1.892,4	135,2	187,0	2.899,8	93,2	.	.	.	.
mag.	5.256,0	1.916,2	141,0	185,1	2.920,0	93,6	.	.	.	.
giu.	5.303,5	1.927,7	160,3	187,6	2.934,2	93,7	514,9	136,0	68,8	80,8
lug.	5.349,2	1.932,4	167,3	194,1	2.961,2	94,1	.	.	.	.
ago.	5.368,5	1.938,2	168,8	194,2	2.973,3	94,0	.	.	.	.
set.	5.425,1	1.964,1	176,7	195,3	2.994,1	94,9	566,3	153,2	75,9	101,0
ott.	5.463,8	1.983,5	179,1	198,6	3.008,9	93,7	.	.	.	.
nov.	5.486,7	1.993,8	186,6	197,9	3.014,2	94,2	.	.	.	.
dic.	5.458,6	1.976,6	189,0	196,6	3.002,2	94,1	594,5	159,1	81,8	113,7
2000 gen.	5.474,2	1.984,1	189,5	191,4	3.015,0	94,3	.	.	.	.
feb.	5.524,1	2.004,0	191,7	191,3	3.042,1	95,0	.	.	.	.
mar.	5.556,9	2.022,9	193,0	194,7	3.050,3	95,9	657,0	182,1	91,9	133,1
apr.	5.587,2	2.041,4	194,6	200,0	3.054,4	96,7	.	.	.	.

3. Totale

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	5.762,4	2.073,8	143,9	247,9	3.200,5	96,3	.	.	.	.
mag.	5.808,6	2.096,0	149,5	244,9	3.221,7	96,5	.	.	.	.
giu.	5.843,8	2.101,6	168,6	246,2	3.230,7	96,6	537,8	144,3	77,5	85,8
lug.	5.885,2	2.111,2	174,1	255,0	3.247,6	97,2	.	.	.	.
ago.	5.920,7	2.129,5	175,8	256,5	3.262,0	96,8	.	.	.	.
set.	5.978,3	2.164,7	183,5	260,0	3.272,7	97,4	597,9	164,4	87,9	108,2
ott.	6.027,0	2.197,4	185,7	264,7	3.282,5	96,6	.	.	.	.
nov.	6.067,4	2.231,1	193,0	265,4	3.280,2	97,7	.	.	.	.
dic.	6.038,6	2.225,3	194,7	263,1	3.256,6	99,0	629,1	173,5	93,9	120,0
2000 gen.	6.036,4	2.213,2	195,7	257,6	3.272,2	97,7	.	.	.	.
feb.	6.096,3	2.244,4	198,0	257,1	3.298,7	98,1	.	.	.	.
mar.	6.147,2	2.273,9	199,0	261,4	3.314,4	98,5	695,7	198,4	104,4	141,6
apr.	6.177,9	2.287,1	200,4	272,3	3.318,5	99,5	.	.	.	.

Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Si stima che i dati riferiti ai residenti dell'area dell'euro coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali.

2) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.

3) La corrispondente classificazione dei settori in SEC 95 è la seguente: IFM (incluso l'Eurosistema), comprendenti la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro (S121) e le altre istituzioni finanziarie monetarie (S122); imprese finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (S123), gli ausiliari finanziari (S124) e le società di assicurazione e i fondi pensione (S125); società non finanziarie (S11); Amministrazioni centrali (S131); altre Amministrazioni pubbliche, comprendenti le amministrazioni regionali (S1312), le amministrazioni locali (S1313) e gli enti previdenziali (S1314).

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni interna- zionali ⁶⁾	Totale	Banche (includere banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni interna- zionali ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
0,3	0,3	0,1	563,1	182,3	17,0	63,6	296,9	3,2	0,1	mag.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	giu.
0,3	0,6	0,3	584,8	211,8	18,8	71,9	279,0	3,1	0,3	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
0,3	0,6	0,8	614,6	263,0	17,8	72,8	254,7	5,5	0,8	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
0,2	0,3	0,7	629,0	267,2	18,5	75,3	264,3	3,0	0,7	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni interna- zionali ⁶⁾	Totale	Banche (includere banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni interna- zionali ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
78,1	27,5	123,7	5.818,4	2.063,7	229,1	268,4	3.012,3	121,2	123,7	mag.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	giu.
82,7	29,4	124,1	5.991,4	2.117,3	252,6	296,3	3.076,8	124,3	124,1	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
86,6	29,3	124,0	6.053,1	2.135,7	270,8	310,3	3.088,8	123,4	124,0	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
96,0	30,6	123,4	6.213,9	2.205,0	284,9	327,7	3.146,3	126,5	123,4	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni interna- zionali ⁶⁾	Totale	Banche (includere banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Istituzioni interna- zionali ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
78,5	27,9	123,8	6.381,5	2.246,0	246,1	332,0	3.309,2	124,4	123,8	mag.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	giu.
83,1	30,0	124,3	6.576,2	2.329,1	271,3	368,2	3.355,8	127,4	124,3	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
86,9	29,9	124,8	6.667,7	2.398,8	288,6	383,1	3.343,6	128,9	124,8	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
96,2	31,0	124,1	6.842,9	2.472,3	303,4	403,0	3.410,6	129,5	124,1	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

4) I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali, come previsto dal SEC 95). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita.

5) La voce "banche (includere banche centrali)" viene usata in questa tavola per indicare istituzioni non residenti nell'area dell'euro con caratteristiche simili a quelle delle istituzioni residenti nell'area incluse nella voce "IFM (incluso l'Eurosistema)".

6) Inclusa la Banca Europea per gli investimenti. La BCE è compresa nell'Eurosistema.

Tavola 3.6 (segue)**Titoli denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente ^{1) 2) 3)}***(miliardi di euro; dati di fine periodo; valori nominali)***Emissioni lorde****1. A breve termine ⁴⁾**

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	212,0	112,4	1,5	40,8	56,0	1,3	.	.	.	.
mag.	165,4	87,6	1,5	34,1	40,4	1,8	.	.	.	.
giu.	169,8	95,7	1,9	34,8	36,4	0,9	19,2	6,8	7,2	4,5
lug.	203,3	110,9	1,7	42,5	46,9	1,4	.	.	.	.
ago.	175,0	92,3	2,0	35,8	43,8	1,1	.	.	.	.
set.	185,0	105,1	1,2	37,8	40,0	0,8	28,0	9,7	10,6	6,7
ott.	192,3	107,3	1,5	41,3	40,7	1,5	.	.	.	.
nov.	187,6	117,7	1,2	33,7	33,0	2,0	.	.	.	.
dic.	162,6	117,9	0,9	23,0	18,5	2,3	21,8	9,6	6,9	4,2
2000 gen.	239,3	154,7	2,1	40,0	41,2	1,3	.	.	.	.
feb.	239,9	155,4	1,9	44,2	37,0	1,4	.	.	.	.
mar.	257,4	169,8	1,7	45,0	40,0	0,9	34,3	14,7	10,7	7,9
apr.	239,5	141,4	2,0	51,3	43,3	1,4	.	.	.	.

2. A lungo termine ⁴⁾

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	116,6	50,4	6,1	6,5	51,4	2,2	.	.	.	.
mag.	119,7	46,5	7,5	0,9	63,7	1,1	.	.	.	.
giu.	107,2	39,9	20,1	5,3	40,9	0,9	55,4	15,4	11,9	16,4
lug.	121,6	35,5	9,1	8,8	67,2	1,0	.	.	.	.
ago.	62,3	27,6	2,2	1,7	30,5	0,2	.	.	.	.
set.	123,3	55,7	9,5	3,7	53,0	1,4	63,5	21,2	9,8	22,2
ott.	106,9	49,8	4,0	5,5	46,5	1,0	.	.	.	.
nov.	94,8	45,3	9,1	2,9	36,1	1,3	.	.	.	.
dic.	70,3	39,3	4,4	1,6	23,5	1,5	49,2	13,7	7,8	15,9
2000 gen.	100,9	40,7	2,0	0,1	57,3	0,7	.	.	.	.
feb.	111,4	50,5	3,9	3,4	51,7	2,0	.	.	.	.
mar.	113,9	52,4	2,6	4,6	52,5	1,7	67,7	24,9	10,1	18,6
apr.	98,7	45,6	3,1	6,6	41,6	1,8	.	.	.	.

3. Totale

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	328,6	162,8	7,6	47,3	107,4	3,5	.	.	.	.
mag.	285,2	134,1	9,0	35,0	104,1	2,9	.	.	.	.
giu.	276,9	135,6	22,1	40,2	77,2	1,9	74,6	22,3	19,1	20,9
lug.	325,0	146,4	10,8	51,3	114,1	2,4	.	.	.	.
ago.	237,3	119,9	4,2	37,5	74,3	1,4	.	.	.	.
set.	308,3	160,9	10,7	41,6	93,0	2,2	91,5	30,9	20,4	28,9
ott.	299,3	157,1	5,6	46,9	87,2	2,5	.	.	.	.
nov.	282,3	163,0	10,3	36,6	69,2	3,3	.	.	.	.
dic.	232,9	157,2	5,3	24,6	42,1	3,8	71,0	23,3	14,8	20,1
2000 gen.	340,1	195,4	4,1	40,1	98,4	2,1	.	.	.	.
feb.	351,3	205,9	5,8	47,6	88,6	3,4	.	.	.	.
mar.	371,3	222,1	4,3	49,7	92,5	2,7	102,0	39,6	20,8	26,6
apr.	338,2	187,0	5,0	57,9	84,9	3,3	.	.	.	.

Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Si stima che i dati riferiti ai residenti dell'area dell'euro coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali.

2) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.

3) La corrispondente classificazione dei settori in SEC 95 è la seguente: IFM (incluso l'Eurosistema), comprendenti la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro (S121) e le altre istituzioni finanziarie monetarie (S122); imprese finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (S123), gli ausiliari finanziari (S124) e le società di assicurazione e i fondi pensione (S125); società non finanziarie (S11); Amministrazioni centrali (S131); altre Amministrazioni pubbliche, comprendenti le amministrazioni regionali (S1312), le amministrazioni locali (S1313) e gli enti previdenziali (S1314).

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
0,3	0,2	0,1	566,4	302,5	12,1	114,2	133,1	4,3	0,1	mag.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	giu.
0,3	0,5	0,2	591,3	318,0	15,4	122,9	131,0	3,8	0,2	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
0,2	0,2	0,7	564,4	352,6	10,6	102,2	92,4	5,8	0,7	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
0,2	0,2	0,6	770,9	494,6	16,3	137,1	118,3	3,9	0,6	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
6,4	2,1	3,3	398,9	152,2	45,7	29,1	162,4	6,3	3,3	mag.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	giu.
5,0	2,1	3,2	370,7	140,0	30,6	36,5	155,7	4,7	3,2	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
6,6	1,0	4,2	321,2	148,1	25,4	26,0	112,7	4,8	4,2	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
9,6	1,9	2,6	393,8	168,4	18,6	26,8	171,1	6,4	2,6	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
6,7	2,3	3,4	965,4	454,8	57,8	143,3	295,5	10,6	3,4	mag.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	giu.
5,3	2,6	3,5	962,1	458,0	46,0	159,3	286,7	8,5	3,5	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
6,8	1,1	5,0	885,6	500,7	36,0	128,2	205,1	10,7	5,0	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
9,8	2,1	3,2	1.164,7	663,1	34,9	163,9	289,4	10,2	3,2	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

4) I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali, come previsto dal SEC 95). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita.

5) La voce "banche (incluse banche centrali)", riferita a entità non residenti nell'area dell'euro, viene usata in questa tavola per indicare istituzioni con caratteristiche simili a quelle delle istituzioni residenti nell'area incluse nella voce "IFM (incluso l'Eurosistema)".

6) Inclusa la Banca Europea per gli investimenti. La BCE è compresa nell'Eurosistema.

Tavola 3.6 (segue)

Titoli denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente ^{1) 2) 3)}

(miliardi di euro; dati di fine periodo; valori nominali)

Emissioni nette**1. A breve termine** ⁴⁾

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	16,0	9,2	-0,1	3,0	4,0	-0,1	.	.	.	.
mag.	-2,2	-1,7	-0,2	-1,2	1,0	-0,1	.	.	.	.
giu.	-12,7	-6,2	-0,1	-1,2	-5,2	0,0	-3,5	-4,6	0,8	0,7
lug.	-2,6	5,2	-0,1	2,3	-10,1	0,1	.	.	.	.
ago.	16,0	12,3	0,2	1,4	2,3	-0,3	.	.	.	.
set.	1,7	9,9	-0,1	2,3	-10,1	-0,3	9,4	3,1	3,5	2,4
ott.	9,4	12,7	-0,2	1,5	-5,0	0,4	.	.	.	.
nov.	17,7	23,5	-0,3	1,4	-7,6	0,6	.	.	.	.
dic.	-0,8	10,9	-0,4	-0,9	-11,6	1,3	1,8	2,8	-0,3	-1,3
2000 gen.	-16,4	-18,0	0,6	-0,4	2,7	-1,4	.	.	.	.
feb.	9,9	11,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	.	.	.	.
mar.	17,3	9,8	-0,3	0,8	7,4	-0,4	2,3	1,2	-0,2	1,9
apr.	1,0	-4,2	-0,1	5,5	-0,4	0,1	.	.	.	.

2. A lungo termine ⁴⁾

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	22,2	18,2	4,1	3,5	-4,6	1,0	.	.	.	.
mag.	47,7	23,2	5,8	-1,8	20,1	0,4	.	.	.	.
giu.	47,6	11,7	19,2	2,5	14,2	0,0	43,6	10,7	10,9	15,2
lug.	44,6	5,0	5,7	6,6	26,9	0,5	.	.	.	.
ago.	18,6	5,2	1,4	0,0	12,0	-0,1	.	.	.	.
set.	56,4	25,9	7,7	1,1	20,7	0,9	51,1	17,1	7,1	20,1
ott.	37,6	18,3	2,4	3,4	14,8	-1,3	.	.	.	.
nov.	22,8	9,6	7,6	-0,1	5,3	0,5	.	.	.	.
dic.	-26,0	-15,4	2,4	-1,1	-11,9	0,0	27,9	5,6	6,0	12,8
2000 gen.	13,7	5,3	0,5	-5,4	13,2	0,1	.	.	.	.
feb.	49,3	19,3	2,2	-0,1	27,0	0,8	.	.	.	.
mar.	30,8	17,6	1,0	3,0	8,3	0,9	46,7	18,5	7,6	15,4
apr.	30,5	18,3	1,5	5,3	4,6	0,8	.	.	.	.

3. Totale

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 apr.	38,3	27,5	4,0	6,5	-0,6	0,9	.	.	.	.
mag.	45,5	21,5	5,6	-3,0	21,1	0,3	.	.	.	.
giu.	35,0	5,4	19,2	1,4	9,0	0,0	40,1	6,1	11,7	15,8
lug.	42,0	10,2	5,5	8,8	16,9	0,6	.	.	.	.
ago.	34,5	17,5	1,7	1,4	14,3	-0,4	.	.	.	.
set.	58,1	35,8	7,6	3,4	10,6	0,6	60,5	20,2	10,6	22,5
ott.	47,0	31,0	2,2	4,8	9,8	-0,8	.	.	.	.
nov.	40,5	33,1	7,3	1,3	-2,3	1,1	.	.	.	.
dic.	-26,9	-4,5	2,0	-2,0	-23,6	1,2	29,7	8,4	5,7	11,5
2000 gen.	-2,7	-12,7	1,1	-5,8	16,0	-1,2	.	.	.	.
feb.	59,2	30,4	2,3	-0,4	26,6	0,4	.	.	.	.
mar.	48,1	27,4	0,7	3,8	15,7	0,5	49,0	19,6	7,5	17,3
apr.	31,4	14,1	1,4	10,8	4,1	1,0	.	.	.	.

Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Si stima che i dati riferiti ai residenti dell'area dell'euro coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali.

2) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.

3) La corrispondente classificazione dei settori in SEC 95 è la seguente: IFM (incluso l'Eurosistema), comprendenti la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro (S121) e le altre istituzioni finanziarie monetarie (S122); imprese finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (S123), gli ausiliari finanziari (S124) e le società di assicurazione e i fondi pensione (S125); società non finanziarie (S11); Amministrazioni centrali (S1311); altre Amministrazioni pubbliche, comprendenti le amministrazioni regionali (S1312), le amministrazioni locali (S1313) e gli enti previdenziali (S1314).

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	Totale	Banche (includere banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
-0,1	-0,1	-0,1	-2,3	-3,3	0,4	1,3	-0,3	-0,3	-0,1	mag.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	giu.
0,0	0,3	0,1	24,5	30,5	3,4	8,4	-17,9	-0,1	0,1	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
0,0	0,0	0,6	28,0	49,9	-1,2	0,6	-24,2	2,3	0,6	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
-0,1	-0,3	-0,2	13,1	3,9	0,2	2,1	9,5	-2,5	-0,2	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	Totale	Banche (includere banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
4,7	1,5	0,5	161,2	63,8	40,1	19,4	34,5	3,0	0,5	mag.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	giu.
4,6	1,8	0,4	170,7	53,2	22,0	27,8	64,2	3,1	0,4	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
3,9	-0,1	-0,3	62,3	18,1	18,4	15,0	12,0	-0,9	-0,3	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
7,1	0,9	-2,8	140,4	60,7	11,4	12,8	55,7	2,7	-2,8	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

nell'area dell'euro			Totale							
Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	Totale	Banche (includere banche centrali) ⁵⁾	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre Ammini- strazioni pubbliche	Organizza- zioni inter- nazionali ⁶⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 apr.
4,6	1,4	0,4	158,8	60,5	40,4	20,6	34,2	2,7	0,4	mag.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	giu.
4,6	2,1	0,6	195,2	83,7	25,4	36,2	46,3	3,0	0,6	lug.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
3,9	-0,1	0,2	90,3	68,0	17,2	15,7	-12,2	1,4	0,2	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
7,0	0,5	-3,0	153,6	64,7	11,6	14,9	65,2	0,2	-3,0	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.

4) I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali, come previsto dal SEC 95). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita.

5) La voce "banche (includere banche centrali)", riferita a entità non residenti nell'area dell'euro, viene usata in questa tavola per indicare istituzioni con caratteristiche simili a quelle delle istituzioni residenti nell'area incluse nella voce "IFM (incluso l'Eurosistema)".

6) Inclusa la Banca Europea per gli investimenti. La BCE è compresa nell'Eurosistema.

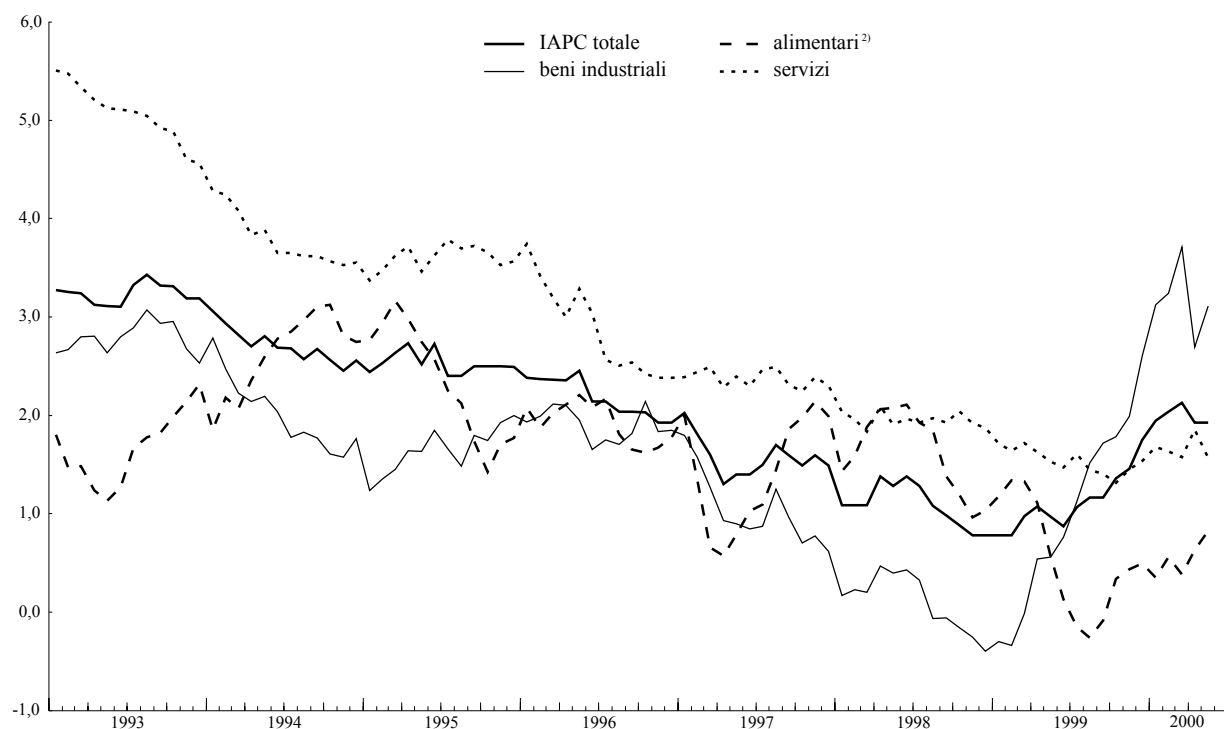
4 IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro

Tavola 4.1

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale indice 1996 = 100	Totale	Beni				Industriali			Servizi
				Alimentari ²⁾	Trasformati ²⁾	Non trasformati		Non energetici	Energetici	
Pesi sul totale (in perc.) ³⁾	100,0	100,0	62,7	20,9	12,6	8,2	41,8	32,8	9,0	37,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	97,9	2,5	2,0	2,3	2,5	2,1	1,6	1,6	1,9	3,6
1996	100,0	2,2	1,9	1,9	2,0	1,9	1,9	1,8	2,4	2,9
1997	101,6	1,6	1,2	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	1,9	0,1	0,9	-2,6	2,0
1999	103,8	1,1	0,8	0,5	0,9	0,0	1,0	0,7	2,2	1,5
1999 1° trim.	103,1	0,8	0,3	1,3	1,2	1,4	-0,2	0,8	-3,9	1,7
2° trim.	103,8	1,0	0,6	0,6	0,8	0,3	0,6	0,6	0,5	1,5
3° trim.	104,1	1,1	0,9	-0,2	0,6	-1,4	1,5	0,6	4,6	1,5
4° trim.	104,4	1,5	1,5	0,4	0,9	-0,3	2,1	0,6	7,8	1,4
2000 1° trim.	105,2	2,0	2,3	0,4	1,0	-0,3	3,4	0,6	13,6	1,6
1999 mag.	103,8	1,0	0,6	0,6	0,7	0,4	0,6	0,6	0,3	1,5
giu.	103,8	0,9	0,5	0,1	0,7	-0,7	0,8	0,6	1,2	1,5
lug.	104,0	1,1	0,7	-0,1	0,7	-1,4	1,1	0,6	2,9	1,6
ago.	104,1	1,2	0,9	-0,3	0,6	-1,6	1,5	0,6	4,7	1,4
set.	104,1	1,2	1,1	-0,1	0,6	-1,1	1,7	0,5	6,2	1,4
ott.	104,2	1,4	1,3	0,3	0,8	-0,4	1,8	0,5	6,3	1,3
nov.	104,3	1,5	1,5	0,4	0,9	-0,3	2,0	0,6	7,1	1,5
dic.	104,7	1,7	1,9	0,5	1,0	-0,2	2,6	0,6	10,0	1,5
2000 gen.	104,8	1,9	2,2	0,4	1,0	-0,5	3,1	0,7	12,0	1,7
feb.	105,2	2,0	2,3	0,6	1,0	0,0	3,2	0,5	13,5	1,6
mar.	105,6	2,1	2,6	0,4	1,0	-0,5	3,7	0,6	15,3	1,6
apr.	105,7	1,9	2,0	0,6	0,9	0,2	2,7	0,5	10,5	1,9
mag.	105,8	1,9	2,3	0,8	1,0	0,6	3,1	0,6	12,2	1,6



Fonte: Eurostat. I dati relativi ai periodi precedenti al 1995 sono stime basate su definizioni nazionali e non sono del tutto confrontabili con quelli relativi all'IAPC dal 1995.

- 1) Dal gennaio 2000 la copertura dell'indice è stata estesa. Il cambiamento influenza le variazioni percentuali sui dodici mesi nel 2000. Cfr. le note generali per una breve spiegazione.
- 2) Incluse le bevande alcoliche e i tabacchi.
- 3) I pesi riportati si riferiscono all'indice relativo al 2000.

Tavola 4.2

Altri indicatori dei prezzi

(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 ²⁾		Prezzo del petrolio ³⁾ (euro per barile)	
	Totale al netto delle costruzioni		Industria manifatturiera					Costruzioni ¹⁾	Totale	Totale al netto dell'energia		
	Indice 1995 = 100			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						Durevoli
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	-	-	2,9	-	0,2	2,1	13,0
1996	100,4	0,4	0,8	-1,2	1,2	1,9	1,7	2,0	1,3	6,5	-6,9	15,9
1997	101,4	1,1	0,8	1,2	0,3	0,8	0,1	1,2	1,3	10,0	12,9	17,1
1998	100,6	-0,8	-0,6	-2,3	0,5	0,5	0,1	0,7	0,2	-21,2	-12,5	12,0
1999	100,5	0,0	0,3	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,1	0,9	17,8	-3,1	17,1
1999 2° tr.	99,7	-1,3	-0,9	-2,8	0,0	-0,1	0,1	-0,2	0,8	5,9	-8,2	15,0
3° tr.	101,1	0,7	1,1	0,7	-0,1	0,2	0,2	0,2	1,2	31,0	1,1	19,7
4° tr.	102,6	3,1	3,2	4,9	0,1	0,5	0,4	0,5	0,9	61,5	14,0	23,0
2000 1° tr.	104,5	5,7	5,6	9,6	0,4	0,7	0,7	0,7	.	78,3	19,9	27,1
2° tr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	53,7	18,3	29,1
1999 giu.	99,8	-1,0	-0,8	-2,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-	12,8	-4,2	15,6
lug.	100,6	0,0	0,3	-0,6	-0,1	0,0	0,1	0,0	-	22,7	-2,3	18,1
ago.	101,0	0,7	1,2	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,1	-	29,2	-0,5	19,2
set.	101,6	1,4	1,8	1,9	-0,1	0,3	0,4	0,3	-	41,4	6,6	21,8
ott.	102,0	2,2	2,4	3,3	0,0	0,5	0,4	0,5	-	44,3	10,7	20,8
nov.	102,5	3,1	3,2	4,8	0,1	0,5	0,4	0,6	-	60,4	11,9	23,5
dic.	103,2	4,1	4,1	6,7	0,1	0,5	0,5	0,5	-	81,3	19,3	24,8
2000 gen.	103,9	5,1	5,0	8,5	0,3	0,6	0,6	0,6	-	76,2	19,4	24,9
feb.	104,5	5,8	5,7	9,8	0,5	0,7	0,7	0,7	-	87,6	20,0	27,6
mar.	105,2	6,3	6,1	10,5	0,5	0,8	0,8	0,8	-	72,0	20,2	28,4
apr.	105,3	5,7	5,4	9,8	0,5	1,0	0,8	1,1	-	43,9	19,4	24,6
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	61,9	22,8	30,4
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	55,2	12,9	31,5

2. Deflatori del PIL

	Deflatori del PIL ⁴⁾ (dest.)								
	PIL		Domanda interna	Consumi privati	Consumi pubblici	Investimenti fissi lordi	Esportazioni ⁵⁾	Importazioni ⁵⁾	
	Indice 1995 = 100								
		13							14
1995	100,0	2,7	2,7	2,9	2,9	1,7	2,9	2,7	
1996	102,0	2,0	2,0	2,5	2,2	0,9	0,9	0,8	
1997	103,6	1,5	1,7	1,8	1,6	0,9	1,8	2,5	
1998	105,2	1,6	1,1	1,3	1,4	0,8	-0,1	-1,5	
1999	106,4	1,2	1,4	1,4	2,2	0,7	-0,5	0,2	
1997 4° trim.	104,3	1,6	1,6	1,8	1,8	1,0	2,4	2,5	
1998 1° trim.	104,6	1,7	1,5	1,5	1,2	0,9	1,4	0,8	
2° trim.	105,0	1,6	1,3	1,5	1,2	1,0	0,8	-0,4	
3° trim.	105,4	1,6	1,0	1,2	1,6	0,8	-0,5	-2,6	
4° trim.	105,8	1,5	0,8	1,0	1,6	0,4	-1,8	-4,0	
1999 1° trim.	106,1	1,4	0,9	1,1	1,9	0,3	-1,9	-3,8	
2° trim.	106,3	1,3	1,2	1,3	2,2	0,4	-1,5	-1,5	
3° trim.	106,6	1,1	1,6	1,4	2,4	1,0	-0,2	1,4	
4° trim.	106,7	0,9	1,8	1,7	2,3	1,3	1,7	4,8	

Fonti: Eurostat, ad eccezione delle colonne 10 e 11 (HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung, Amburgo), della colonna 12 (International Petroleum Exchange) e delle colonne da 13 a 20 (elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat).

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

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

3) Qualità Brent (per consegna a termine di un mese). Prezzo in ECU fino a dicembre 1998; prezzo in euro da gennaio 1999.

4) Basato prevalentemente su dati SEC 95; i dati fino alla fine del 1998 si basano sui deflatori nazionali nelle valute nazionali.

5) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.

5 Indicatori congiunturali per l'area dell'euro

Tavola 5.1

Conti nazionali ¹⁾

PIL e componenti della domanda

1. A prezzi correnti

(Miliardi di euro (miliardi di ecu fino a fine 1998); dati destagionalizzati)

	PIL					Bilancia commerciale ³⁾			
	1	Domanda interna 2	Consumi privati 3	Consumi collettivi 4	Investimenti fissi lordi 5	Variazione delle scorte ²⁾ 6	7	Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾
								8	9
1995	5.307,9	5.209,4	2.995,8	1.093,6	1.094,1	25,9	98,5	1.568,0	1.469,6
1996	5.530,9	5.404,9	3.140,3	1.143,3	1.122,3	-0,9	126,0	1.656,8	1.530,8
1997	5.643,6	5.493,3	3.191,6	1.151,1	1.137,7	12,9	150,3	1.825,7	1.675,4
1998	5.865,4	5.720,9	3.315,7	1.174,3	1.193,4	37,4	144,6	1.939,6	1.795,0
1999	6.111,4	6.000,8	3.465,7	1.225,2	1.267,2	42,8	110,5	2.025,3	1.914,7
1998 4° trim.	1.489,4	1.457,6	843,9	297,8	303,8	12,1	31,8	480,7	448,9
1999 1° trim.	1.506,5	1.476,7	854,2	302,7	309,8	10,0	29,8	479,9	450,1
2° trim.	1.517,6	1.490,5	861,4	305,1	313,6	10,4	27,1	494,8	467,7
3° trim.	1.536,0	1.508,7	871,1	307,8	320,9	8,9	27,3	516,3	489,0
4° trim.	1.551,3	1.525,0	878,9	309,6	322,9	13,6	26,3	534,2	507,9
2000 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. A prezzi costanti

(miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)

	PIL						Bilancia commerciale ³⁾		
	10	Domanda interna 11	Consumi privati 12	Consumi collettivi 13	Investimenti fissi lordi 14	Variazione delle scorte ²⁾ 15	16	Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾
								17	18
1995	5.307,9	5.209,4	2.995,8	1.093,6	1.094,1	25,9	98,5	1.568,0	1.469,6
1996	5.380,9	5.261,3	3.040,4	1.112,9	1.106,3	1,6	119,7	1.636,1	1.516,4
1997	5.502,6	5.348,6	3.084,9	1.122,3	1.130,1	11,3	154,0	1.804,2	1.650,2
1998	5.652,0	5.528,1	3.176,3	1.132,6	1.179,2	39,9	123,9	1.928,1	1.804,2
1999	5.784,4	5.685,3	3.255,6	1.148,8	1.236,0	44,8	99,1	2.012,1	1.913,0
1998 4° trim.	1.420,4	1.397,2	801,3	283,9	298,6	13,4	23,2	480,4	457,2
1999 1° trim.	1.429,9	1.410,0	808,1	286,4	303,9	11,7	19,9	481,0	461,1
2° trim.	1.438,1	1.416,7	810,4	286,8	306,8	12,6	21,5	494,2	472,8
3° trim.	1.452,1	1.424,7	816,5	287,5	312,0	8,6	27,3	511,8	484,5
4° trim.	1.464,3	1.433,8	820,6	288,1	313,3	11,8	30,4	525,1	494,6
2000 1° trim.	1.475,2	1.443,8	820,4	291,1	319,9	12,4	31,5	541,8	510,3

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

1995	2,2	2,0	1,8	0,6	2,5	-	-	7,8	7,4
1996	1,4	1,0	1,5	1,8	1,1	-	-	4,3	3,2
1997	2,3	1,7	1,5	0,8	2,2	-	-	10,3	8,8
1998	2,7	3,4	3,0	0,9	4,3	-	-	6,9	9,3
1999	2,3	2,8	2,5	1,4	4,8	-	-	4,4	6,0
1998 4° trim.	2,0	3,2	3,1	1,0	3,7	-	-	2,1	6,0
1999 1° trim.	1,8	2,9	2,7	1,4	3,9	-	-	0,5	3,7
2° trim.	2,0	2,9	2,4	1,3	5,4	-	-	2,2	5,2
3° trim.	2,5	2,9	2,4	1,6	5,1	-	-	5,5	7,0
4° trim.	3,1	2,6	2,4	1,5	4,9	-	-	9,3	8,2
2000 1° trim.	3,2	2,4	1,5	1,6	5,3	-	-	12,6	10,7

Fonte: Eurostat.

1) Basati prevalentemente su dati SEC 95. Per una breve spiegazione delle caratteristiche dei dati a prezzi costanti (espressi in ECU fino a fine 1998), cfr. la prima sezione delle note generali.

2) Insieme le acquisizioni nette di oggetti di valore.

3) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 8 e 9.

Valore aggiunto per branca di attività ¹⁾

3. A prezzi correnti

(indice: 1995 = 100; dati destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo							Consumi intermedi di SIFIM ²⁾	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria manifatturiera, energetica e mineraria	Costruzioni	Commercio, riparazioni, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e altri servizi		
Quota sul totale (in perc.) ³⁾	100	2,6	23,7	6,0	20,7	25,4	21,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1995	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1996	104,0	105,7	102,2	99,7	102,9	106,9	104,7	101,3	104,9
1997	105,8	104,8	104,0	96,4	105,4	110,2	105,6	99,3	108,7
1998	109,6	105,7	107,6	96,1	110,2	115,2	108,7	99,1	115,0
1999	113,6	104,8	109,4	100,5	114,7	121,3	113,0	100,4	123,6
1998 4° trim.	111,1	105,2	107,6	97,4	112,1	117,9	110,7	99,9	117,9
1999 1° trim.	112,2	105,5	107,7	99,3	113,4	119,4	111,8	100,2	121,3
2° trim.	112,9	104,1	108,2	99,8	113,9	120,4	112,9	100,5	123,1
3° trim.	114,2	104,3	110,1	100,9	115,3	122,0	113,5	100,2	124,1
4° trim.	115,3	105,2	111,7	102,0	116,3	123,3	113,9	100,6	125,8
2000 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

4. A prezzi costanti ⁴⁾

(index: 1995 = 100; dati destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo							Consumi intermedi di SIFIM ²⁾	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura silvicoltura, caccia e pesca	Industria manifatturiera, energetica e mineraria	Costruzioni	Commercio, riparazioni, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e altri servizi		
Quota sul totale (in perc.) ³⁾	100	2,6	23,7	6,0	20,7	25,4	21,6		
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1995	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1996	101,4	106,1	100,0	98,2	100,6	103,7	101,4	102,9	101,4
1997	103,8	107,0	103,3	96,1	104,1	106,9	102,0	106,2	103,6
1998	106,7	109,5	106,5	94,9	108,4	110,6	103,4	110,9	106,5
1999	109,1	111,9	108,3	97,0	112,1	113,9	104,6	115,5	110,2
1998 4° trim.	107,2	109,9	106,2	94,8	109,4	111,9	104,0	113,1	107,6
1999 1° trim.	107,8	111,0	106,4	96,2	110,7	112,4	104,3	113,1	108,9
2° trim.	108,5	111,1	107,5	96,6	111,3	113,3	104,4	114,4	109,4
3° trim.	109,6	112,8	109,1	97,2	112,7	114,4	104,8	116,6	110,3
4° trim.	110,4	112,7	110,3	97,8	113,5	115,5	105,0	118,0	112,3
2000 1° trim.	111,4	111,6	111,6	98,3	114,6	116,9	105,5	119,2	111,7

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

1995	2,3	0,9	3,0	-0,3	2,2	3,1	1,5	-0,1	0,6
1996	1,4	6,1	0,0	-1,8	0,6	3,7	1,4	2,9	1,4
1997	2,3	0,9	3,3	-2,1	3,5	3,1	0,6	3,3	2,2
1998	2,8	2,3	3,1	-1,3	4,1	3,4	1,4	4,4	2,8
1999	2,3	2,2	1,7	2,2	3,3	3,0	1,2	4,2	3,5
1998 4° trim.	1,9	0,7	0,8	-1,7	3,4	3,1	1,6	4,8	3,4
1999 1° trim.	1,8	1,1	0,1	0,3	3,0	2,9	1,5	3,9	3,2
2° trim.	1,9	1,6	0,6	2,6	3,1	2,6	1,1	4,1	3,2
3° trim.	2,5	3,4	2,1	2,8	3,6	3,1	1,1	4,5	3,3
4° trim.	3,0	2,6	3,9	3,1	3,7	3,3	1,0	4,3	4,4
2000 1° trim.	3,4	0,5	4,9	2,2	3,5	4,1	1,1	5,4	2,5

Fonti: Elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

1) Stime basate su dati nazionali incompleti e, pertanto, presentate come numeri indici.

2) L'uso di servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM) è trattato come un consumo intermedio che non viene allocato tra le diverse branche di attività.

3) Quota di ciascuna branca di attività sul valore aggiunto complessivo nel 1995.

4) Valore aggiunto a prezzi 1995.

Tavola 5.2

Altri indicatori congiunturali ¹⁾

1. Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale, incluse le costruzioni		Totale, escluse le costruzioni		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Durevoli	Non durevoli	Costruzioni
	Indice (dest.) 1995 = 100		Indice (dest.) 1995 = 100								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	100,1	2,8	100,1	3,5	3,6	2,6	7,3	.	-1,2	1,8	0,5
1996	100,1	0,0	100,4	0,3	0,1	-0,2	2,4	-0,3	0,1	-0,4	-1,6
1997	103,9	3,8	104,7	4,3	5,0	5,5	4,7	2,8	4,2	2,3	0,4
1998	107,7	3,7	109,1	4,2	4,8	4,0	6,5	2,4	5,6	2,1	0,6
1999	109,9	2,0	111,0	1,8	1,8	2,1	2,1	1,8	2,6	1,8	3,1
1999 1° trim.	108,2	0,3	109,3	0,3	0,1	-0,1	0,9	0,8	0,6	0,8	0,4
2° trim.	108,6	1,0	110,0	0,6	0,5	0,5	1,2	0,4	1,5	0,5	3,4
3° trim.	110,7	2,4	111,6	2,3	2,2	3,0	2,5	2,2	3,0	2,0	3,4
4° trim.	112,0	4,1	113,3	3,9	4,4	5,2	3,7	3,7	5,3	3,9	4,9
2000 1° trim.	113,6	5,0	114,7	4,7	5,1	5,5	7,4	1,6	10,1	0,7	4,7
1999 mag.	108,7	0,3	109,9	-0,1	0,0	-0,3	-0,5	0,4	1,3	1,0	3,0
giu.	109,4	2,1	110,6	1,8	1,6	1,8	2,8	1,6	3,0	1,6	4,0
lug.	109,9	1,5	111,1	1,2	1,0	2,0	0,7	1,4	1,9	1,3	3,5
ago.	111,3	3,4	111,6	3,5	3,3	3,7	4,2	4,2	6,9	2,6	2,9
set.	110,7	2,6	112,1	2,4	2,5	3,3	2,9	1,5	2,1	2,0	3,6
ott.	111,2	2,9	112,8	2,7	3,0	3,5	2,8	2,5	3,0	3,0	3,4
nov.	112,4	4,4	113,5	4,2	4,7	5,1	3,7	4,7	5,5	4,6	4,3
dic.	112,5	5,1	113,6	4,9	5,7	7,2	4,5	3,9	8,0	4,2	7,5
2000 gen.	112,1	3,0	113,7	3,1	3,2	4,4	5,5	-0,8	6,4	-0,3	2,5
feb.	114,7	7,0	114,8	5,6	6,5	6,5	8,1	3,4	12,1	1,8	12,6
mar.	114,0	5,0	115,7	5,3	5,5	5,5	8,2	2,2	11,4	0,7	-0,2
apr.	.	.	116,6	6,5	6,8	5,9	9,3	5,4	13,2	2,9	.
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Vendite al dettaglio (destagionalizzate)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	A prezzi correnti		Prezzi costanti							
	Totale		Totale		Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari	Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici	Migliaia ²⁾ (dest.)	
	Indice 1995 = 100		Indice 1995 = 100							
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
1995	100,0	.	100,0	.	.	.	.	.	777	0,8
1996	102,1	2,1	100,5	0,5	0,6	.	-1,0	-0,1	826	6,2
1997	104,4	2,3	101,7	1,2	1,2	0,9	0,6	1,1	861	4,2
1998	108,1	3,5	104,4	2,7	1,8	2,8	1,8	3,9	923	7,2
1999	111,6	3,3	106,9	2,4	3,1	1,6	1,2	2,6	973	5,4
1999 1° trim.	110,2	3,3	106,2	2,7	2,8	2,1	1,8	1,3	970	6,4
2° trim.	110,7	2,8	106,2	2,2	2,9	1,6	1,9	2,5	982	8,5
3° trim.	111,8	2,8	107,0	1,9	3,0	0,9	-1,4	3,5	990	6,4
4° trim.	113,6	4,2	108,3	2,8	3,5	1,6	2,5	3,0	951	-0,1
2000 1° trim.	114,1	3,5	108,7	2,4	3,3	0,3	0,4	3,9	984	1,5
1999 mag.	110,5	1,9	106,0	1,5	1,8	0,8	-0,2	1,3	969	5,7
giu.	111,6	3,9	106,9	3,1	4,8	2,1	3,1	2,8	978	7,8
lug.	111,7	2,7	106,9	1,9	2,6	1,2	-0,1	3,4	1.045	10,4
ago.	112,1	3,0	107,3	2,1	3,0	1,8	0,3	4,2	962	5,1
set.	111,6	2,6	106,9	1,8	3,4	-0,2	-4,3	2,9	965	2,1
ott.	113,5	4,9	108,4	3,7	4,8	2,1	3,9	3,1	970	2,9
nov.	113,9	3,7	108,3	2,2	2,8	1,3	1,6	3,0	957	-1,2
dic.	113,4	3,9	108,1	2,6	2,9	1,5	2,2	3,1	925	-2,6
2000 gen.	113,8	3,8	108,5	2,6	3,7	0,6	-0,5	3,3	976	0,7
feb.	114,8	4,9	109,3	3,6	3,7	2,7	5,3	5,1	997	5,4
mar.	113,7	1,9	108,3	1,1	2,6	-2,2	-3,2	3,4	978	-0,8
apr.	115,5	4,9	110,0	4,0	4,5	2,2	0,6	4,5	977	-2,1
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	990	1,9

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 20 e 21 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA/A.A.A. Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Dati corretti per tener conto del numero dei giorni lavorativi.

2) Medie mensili.

Tavola 5.3

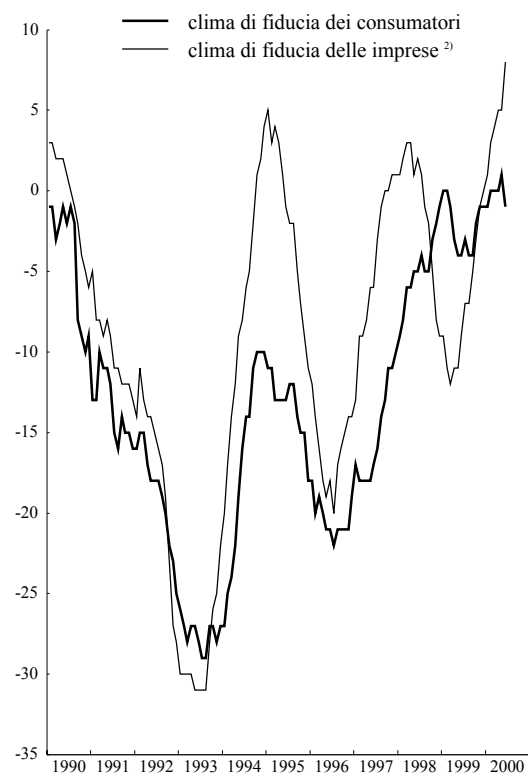
Inchieste congiunturali presso le famiglie e le imprese

(saldi percentuali destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Industria manifatturiera				Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Clima di fiducia dei consumatori
	Clima di fiducia	Tendenza della produzione	Livello degli ordini	Capacità utilizzata ¹⁾ (in perc.)			
	1	2	3	4	5	6	7
1995	-2	10	-8	82,6	-27	-12	-13
1996	-16	-1	-30	80,6	-36	-11	-20
1997	-4	11	-15	81,0	-33	-9	-15
1998	-1	11	-5	83,0	-19	-3	-5
1999	-7	7	-17	81,8	-7	-5	-2
1999 2° trim.	-10	3	-21	81,8	-7	-4	-4
3° trim.	-6	8	-17	81,6	-7	-7	-4
4° trim.	-1	14	-9	81,9	-3	-7	-1
2000 1° trim.	3	15	-2	83,0	0	0	0
2° trim.	6	17	5	83,7	2	3	0
1999 giu.	-9	5	-22	-	-6	-9	-4
lug.	-7	7	-18	-	-5	-6	-3
ago.	-7	7	-17	-	-9	-7	-4
set.	-5	10	-15	-	-8	-7	-4
ott.	-3	13	-11	-	-6	-9	-2
nov.	-1	15	-9	-	0	-9	-1
dic.	0	13	-6	-	-4	-2	-1
2000 gen.	1	13	-4	-	2	-2	-1
feb.	3	16	-2	-	-2	-3	0
mar.	4	15	1	-	0	5	0
apr.	5	15	3	-	2	-3	0
mag.	5	16	4	-	1	4	1
giu.	8	20	8	-	3	7	-1

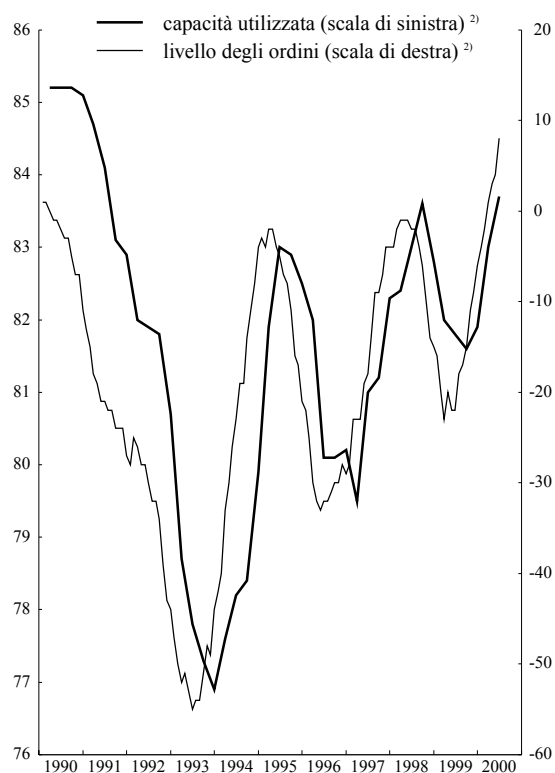
Indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese

(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)



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

1) I dati sul grado di utilizzo della capacità produttiva vengono rilevati in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati annuali sono calcolati come media delle quattro rilevazioni trimestrali.

2) Industria manifatturiera.

Tavola 5.4

Indicatori del mercato del lavoro

1. Occupazione e disoccupazione ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Occupazione					Disoccupazione (dest.)				
	Totale economia				Industria (escluse le costruzioni)	Servizi	Totale		Adulti ²⁾	Giovani ²⁾
	Indice 1995 = 100		Occupati dipendenti	Occupati autonomi			in milioni di unità	in perc. delle forze di lavoro	in perc. delle forze di lavoro	in perc. delle forze di lavoro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	100,0	.	.	.	.	.	14,357	11,4	9,6	23,3
1996	100,3	0,3	0,3	0,5	-1,4	1,4	14,790	11,6	9,8	23,9
1997	100,9	0,6	0,7	0,2	-0,4	1,2	14,875	11,6	9,9	23,2
1998	102,2	1,3	1,5	0,8	1,0	1,8	14,079	10,9	9,4	21,3
1999	103,7	1,4	1,7	-0,1	0,2	2,0	12,979	10,0	8,7	19,0
1999 1° trim.	102,6	1,5	1,7	0,5	0,7	2,2	13,362	10,3	8,9	19,9
2° trim.	103,0	1,5	1,8	-0,1	0,1	2,1	13,075	10,0	8,8	19,2
3° trim.	103,3	1,3	1,6	-0,4	0,0	1,9	12,900	9,9	8,7	18,8
4° trim.	103,7	1,3	1,6	-0,4	0,1	1,8	12,577	9,6	8,5	18,0
2000 1° trim.	.	.	.	.	.	.	12,325	9,4	8,3	17,9
1999 mag.	-	-	-	-	-	-	13,068	10,0	8,8	19,2
giu.	-	-	-	-	-	-	13,016	10,0	8,7	19,0
lug.	-	-	-	-	-	-	12,977	9,9	8,7	19,0
ago.	-	-	-	-	-	-	12,924	9,9	8,7	18,9
set.	-	-	-	-	-	-	12,801	9,8	8,6	18,5
ott.	-	-	-	-	-	-	12,626	9,7	8,5	18,1
nov.	-	-	-	-	-	-	12,573	9,6	8,5	18,0
dic.	-	-	-	-	-	-	12,533	9,6	8,5	17,9
2000 gen.	-	-	-	-	-	-	12,460	9,5	8,4	18,0
feb.	-	-	-	-	-	-	12,343	9,5	8,3	17,9
mar.	-	-	-	-	-	-	12,173	9,3	8,2	17,7
apr.	-	-	-	-	-	-	12,054	9,2	8,1	17,5
mag.	-	-	-	-	-	-	11,929	9,2	8,1	17,2

2. Costo del lavoro e produttività

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'intera economia e sue componenti (dest.)			Indici del costo del lavoro e delle sue componenti ³⁾					Retribuzione per dipendente nell'industria manifatturiera
	Costo del lavoro per unità di prodotto	Redditi per occupato	Valore aggiunto per occupato	Totale	Salari e stipendi	Altre componenti	Industria	Servizi	
							Totale	Totale	
	11	12	13	14	15	16	17	18	19
1995	1,5	3,4	1,9	-	-	-	-	-	3,9
1996	1,9	3,2	1,2	3,4	3,0	4,3	3,5	3,9	3,7
1997	0,7	2,4	1,7	2,5	2,4	2,8	2,3	2,6	2,6
1998	0,0	1,4	1,4	1,6	1,8	1,1	1,7	1,2	2,9
1999	1,1	1,9	0,8	2,1	2,3	1,6	2,2	1,7	2,4
1998 1° trim.	-1,6	1,1	2,7	1,7	1,9	0,9	1,4	1,4	2,4
2° trim.	0,0	1,2	1,2	1,7	1,9	1,0	1,9	1,3	3,2
3° trim.	0,3	1,2	0,9	1,5	1,6	1,3	1,8	1,1	3,0
4° trim.	0,7	1,2	0,4	1,7	1,9	1,2	1,9	1,2	3,2
1999 1° trim.	1,6	1,7	0,1	1,9	2,0	1,5	2,1	1,3	2,8
2° trim.	1,6	2,1	0,5	2,0	2,1	1,5	1,9	1,9	2,5
3° trim.	0,9	2,0	1,1	2,2	2,4	1,7	2,3	1,9	2,2
4° trim.	0,4	2,1	1,7	2,4	2,6	1,7	2,5	1,7	1,9
2000 1° trim.	.	.	.	3,5	3,6	.	3,5	3,3	.

Fonti: Elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (colonne da 1 a 6 e colonna 18), Eurostat (colonne da 7 a 10 e da 14 a 17), elaborazioni della BCE basate su dati nazionali (colonne da 11 a 13 e colonna 19).

1) I dati relativi all'occupazione sono basati su SEC 95. I dati trimestrali non sono del tutto coerenti con quelli annuali, per effetto di differenze nel grado di copertura. I dati relativi alla disoccupazione sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Adulti: 25 anni e oltre; giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascun gruppo di età.

3) Costo orario del lavoro per l'intera economia, al netto di agricoltura, Amministrazioni pubbliche, istruzione e sanità. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le componenti non sono coerenti con il totale.

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

Tavola 6

Risparmio, investimenti e saldi finanziari

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)

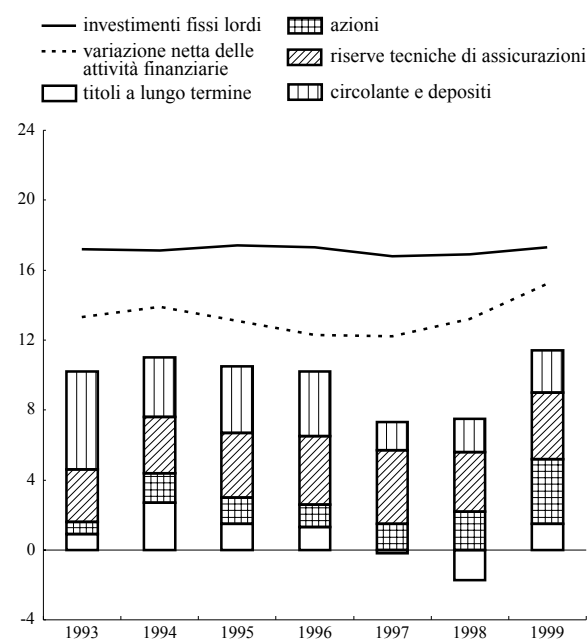
	Risparmio e investimenti nell'area dell'euro ¹⁾			Investimenti dei settori privati non finanziari ^{1) 2)}							
	Risparmio lordo	Investimenti fissi lordi	Saldo delle transazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti fissi lordi	Imprese non finanziarie	Variazione netta delle attività finanziarie	Circolante e depositi	Titoli		Azioni	Riserve tecniche di assicurazioni
									Titoli a lungo termine		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1992	21,3	22,5	-0,9	18,8	11,8	13,5	4,0	1,6	0,4	1,4	2,9
1993	20,4	20,7	0,6	17,2	10,4	13,3	5,6	0,5	0,9	0,7	3,0
1994	20,8	20,3	0,3	17,1	10,2	13,9	3,4	2,5	2,7	1,7	3,2
1995	21,8	20,7	0,5	17,4	10,6	13,1	3,8	1,9	1,5	1,5	3,7
1996	21,5	20,4	1,0	17,3	10,5	12,3	3,7	0,2	1,3	1,3	3,9
1997	21,9	19,9	1,6	16,8	10,4	12,2	1,6	-0,6	-0,2	1,5	4,2
1998	22,0	19,9	1,2	16,9	10,6	13,2	1,9	-2,3	-1,7	2,2	3,4
1999	21,5	20,3	0,4	17,3	10,9	15,2	2,4	1,5	1,5	3,7	3,8

	Finanziamenti dei settori privati non finanziari ^{1) 2)}								Risparmio finanziario ³⁾	Investimenti finanziari in percentuale degli investimenti lordi totali ⁴⁾	Variazione netta delle passività in percentuale del finanziamento totale ⁵⁾
	Risparmio lordo	Famiglie	Variazione netta delle passività	Titoli diversi da azioni		Azioni	Prestiti				
					Titoli a lungo termine			Prestiti a lungo termine			
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1992	21,0	13,1	10,2	0,7	0,6	1,4	6,7	4,7	3,3	41,8	32,7
1993	20,7	12,7	7,9	1,3	1,4	1,5	3,6	4,4	5,4	43,6	27,6
1994	20,7	11,9	9,7	1,0	1,1	1,8	3,9	4,0	4,2	44,8	31,9
1995	21,6	12,0	6,7	-1,8	-1,7	1,4	4,8	3,3	6,4	43,0	23,7
1996	21,0	11,6	8,1	0,2	0,0	1,7	5,4	4,4	4,2	41,6	27,8
1997	20,1	10,4	8,6	0,1	0,0	1,4	6,2	4,6	3,6	42,1	30,0
1998	19,0	9,8	10,7	0,4	0,2	2,4	7,0	5,0	2,5	43,9	36,0
1999	18,5	10,4	13,4	1,0	0,6	1,7	9,6	7,1	1,8	46,8	42,0

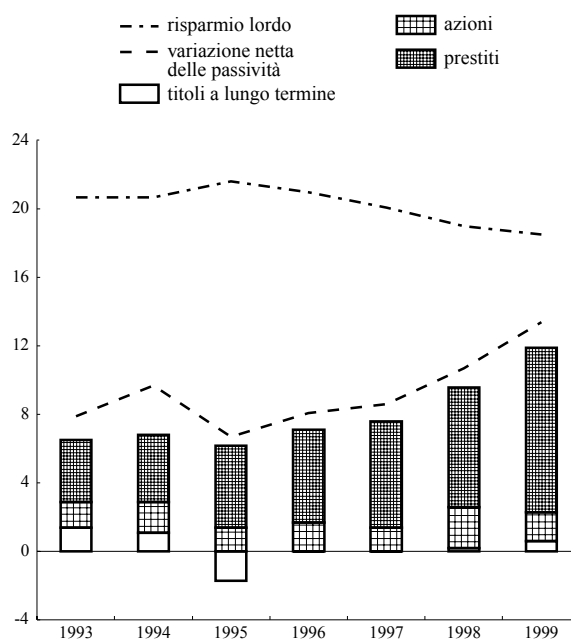
Investimenti e fonti di finanziamento dei settori privati non finanziari ^{1) 2)}

(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 senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

3) Colonna 6 - colonna 14.

4) Colonna 6 ÷ (colonna 4 + colonna 6).

5) Colonna 14 ÷ (colonna 12 + colonna 14).

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'euro¹⁾: entrate e spese

	Entrate							Spese							
	Totale	Entrate correnti					Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti					Spese in conto capitale	Investimenti
			Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi				Salari e stipendi	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti alle famiglie		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1991	46,4	46,0	11,8	13,0	16,7	2,3	0,3	50,8	45,9	11,2	5,4	5,1	20,4	4,8	3,3
1992	47,5	46,8	11,9	13,0	17,1	2,4	0,7	52,1	47,4	11,4	5,5	5,5	21,4	4,7	3,2
1993	48,3	47,8	12,1	13,3	17,5	2,4	0,5	53,8	49,1	11,6	5,7	5,8	22,3	4,7	3,1
1994	47,7	47,3	11,6	13,5	17,5	2,4	0,4	52,7	48,3	11,3	5,4	5,5	22,3	4,4	2,9
1995	47,2	46,7	11,6	13,3	17,3	2,5	0,5	52,2	47,7	11,2	5,3	5,7	22,3	4,5	2,7
1996	48,0	47,5	12,0	13,4	17,6	2,5	0,5	52,3	48,3	11,2	5,3	5,7	22,8	4,0	2,6
1997	48,3	47,6	12,2	13,6	17,5	2,5	0,7	50,9	47,1	11,0	5,3	5,1	22,6	3,7	2,4
1998	47,8	47,3	12,4	14,2	16,5	2,4	0,5	49,9	46,0	10,7	5,2	4,7	22,1	3,9	2,4
1999	48,5	47,9	12,9	14,4	16,4	2,4	0,5	49,7	45,7	10,7	5,2	4,2	22,1	4,0	2,5

2. Area dell'euro¹⁾: risparmio, disavanzo e debito

	Risparmio lordo	Disavanzo (-) / Avanzo (+)				Disav. (-)/Avan. (+) primario	Aggiustamento disav./debito ²⁾	Variazione del debito ³⁾				Debito lordo			
		Totale	Amministrazione centrale	Amm.ni regionali e 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	0,1	-4,4	-4,2	-0,5	0,3	0,7	0,6	5,0	1,3	0,3	3,3	57,3	18,4	9,5	29,3
1992	-0,6	-4,6	-4,0	-0,5	-0,1	1,0	2,0	6,6	1,7	1,1	3,8	60,8	19,1	10,2	31,5
1993	-1,3	-5,5	-4,9	-0,6	-0,1	0,3	2,4	7,9	1,5	0,0	6,4	67,2	20,1	9,9	37,2
1994	-1,0	-5,0	-4,3	-0,7	0,0	0,5	0,8	5,8	0,2	0,9	4,7	69,8	19,4	10,3	40,1
1995	-1,0	-5,0	-4,1	-0,5	-0,3	0,7	2,7	7,6	2,6	0,0	5,0	74,0	21,0	9,8	43,2
1996	-0,8	-4,3	-3,6	-0,5	-0,2	1,4	-0,6	3,7	0,2	0,4	3,1	75,2	20,5	9,9	44,9
1997	0,5	-2,6	-2,3	-0,3	0,1	2,5	-0,4	2,2	-0,1	-0,6	2,9	74,6	19,6	8,9	46,1
1998	1,3	-2,0	-2,2	0,1	0,1	2,6	-0,5	1,5	-0,4	-0,6	2,5	72,9	18,4	7,9	46,7
1999	2,3	-1,2	-1,6	0,1	0,3	3,1	0,5	1,6	-0,2	-0,8	2,7	72,1	17,5	6,8	47,7

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
1996	-3,7	-3,4	-5,0	-4,2	-0,6	-7,1	2,7	-1,8	-3,8	-3,8	-3,2
1997	-2,0	-2,6	-3,2	-3,0	0,8	-2,7	3,6	-1,2	-1,9	-2,6	-1,5
1998	-1,0	-1,7	-2,6	-2,7	2,1	-2,8	3,2	-0,8	-2,5	-2,1	1,3
1999	-0,9	-1,1	-1,1	-1,8	2,0	-1,9	2,4	0,5	-2,0	-2,0	2,3
2000 ⁴⁾	-0,5	-1,0	-0,7	-1,5	1,7	-1,5	2,6	1,0	-1,7	-1,5	4,1

4. Paesi appartenenti all'area dell'euro: debito lordo

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1996	128,3	59,8	68,0	57,1	74,1	122,1	6,2	75,3	68,3	63,6	57,1
1997	123,0	60,9	66,7	59,0	65,3	119,8	6,0	70,3	63,9	60,3	54,1
1998	117,4	60,7	64,9	59,3	55,6	116,3	6,4	67,0	63,5	56,5	49,0
1999	114,4	61,0	63,5	58,6	52,4	114,9	6,2	63,6	64,5	56,7	47,1
2000 ⁴⁾	110,0	60,7	62,3	58,2	45,2	110,8	5,8	58,7	64,0	57,0	42,6

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

1) I dati aggregati relativi alle entrate, alle spese e ai disavanzi sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area non sono consolidate.

2) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo in percentuale del PIL.

3) Variazione del debito lordo espressa in percentuale del PIL: $[\text{debito}(t) - \text{debito}(t-1)] \div \text{PIL}(t)$.

4) Previsioni della Commissione europea.



8 Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro (incluse le riserve)

Tavola 8.1

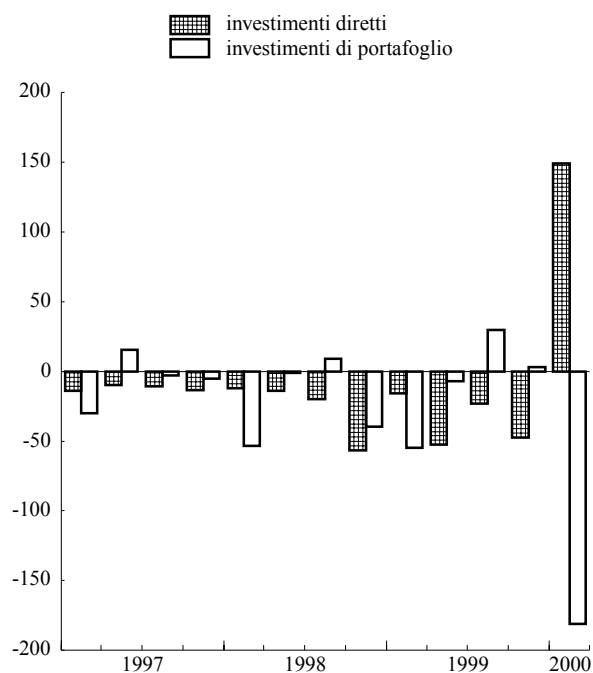
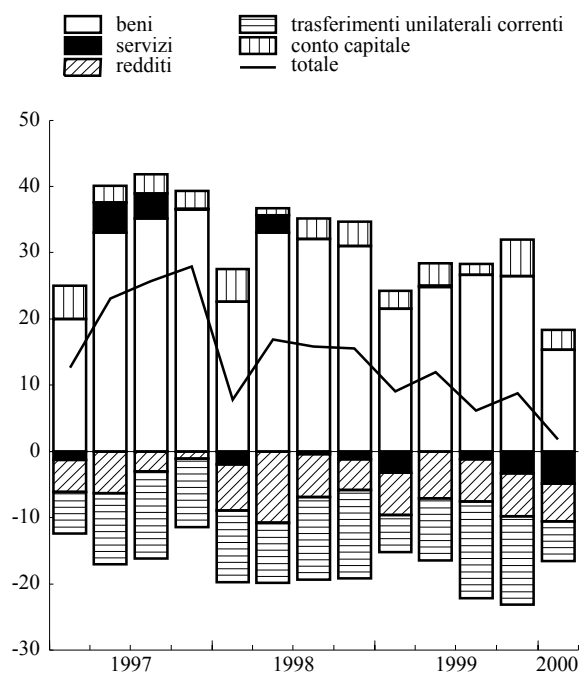
Bilancia dei pagamenti: principali voci ^{1) 2)}

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

	Conto corrente					Conto capitale	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali correnti		Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	76,2	124,8	7,1	-15,2	-40,5	13,1	.	-48,1	-22,8	.	.	.	.
1998	43,3	118,8	-0,9	-28,8	-45,8	12,7	-69,1	-102,6	-85,3	-8,2	118,5	8,5	13,1
1999	22,8	99,5	-7,5	-26,4	-42,8	13,3	-64,3	-138,8	-28,9	-1,0	90,8	13,7	28,2
1999 1° trim.	6,4	21,5	-3,2	-6,4	-5,5	2,8	-33,1	-15,6	-54,7	-1,4	33,0	5,5	24,0
2° trim.	8,6	24,8	0,2	-7,1	-9,3	3,4	-28,3	-52,6	-7,0	-0,6	25,3	6,6	16,2
3° trim.	4,5	26,6	-1,1	-6,4	-14,6	1,7	-6,7	-23,3	29,8	1,5	-16,1	1,4	0,5
4° trim.	3,4	26,5	-3,3	-6,5	-13,4	5,5	3,8	-47,3	3,0	-0,5	48,5	0,2	-12,6
2000 1° trim.	-1,2	15,3	-4,8	-5,7	-6,0	3,1	60,2	149,2	-180,9	-1,9	94,0	-0,2	-62,0
1999 feb.	2,3	6,9	0,0	-2,5	-2,2	-0,1	6,8	-6,2	-26,4	-0,4	34,8	5,0	-9,0
mar.	6,4	9,8	-0,4	-1,6	-1,4	0,2	-40,3	-4,6	-37,1	0,9	-2,1	2,7	33,7
apr.	4,8	8,0	-0,4	0,1	-2,9	0,5	-5,1	-14,6	13,6	3,5	-9,3	1,8	-0,2
mag.	-1,5	5,9	0,7	-4,9	-3,2	1,4	-11,0	-19,1	-28,5	-3,9	37,0	3,5	11,1
giu.	5,4	11,0	-0,1	-2,3	-3,2	1,4	-12,2	-18,9	7,9	-0,1	-2,3	1,3	5,4
lug.	6,4	14,6	-0,1	-3,6	-4,5	0,7	-24,4	-9,8	-3,2	0,8	-11,5	-0,8	17,3
ago.	1,3	6,5	-0,5	0,1	-4,8	0,6	27,2	-7,2	12,0	1,9	20,0	0,5	-29,0
set.	-3,2	5,6	-0,6	-2,9	-5,2	0,4	-9,5	-6,3	20,9	-1,2	-24,6	1,7	12,3
ott.	2,2	10,5	-0,2	-3,9	-4,1	1,5	14,7	-7,3	-13,5	-1,8	37,2	0,1	-18,4
nov.	1,6	8,4	-1,8	-0,7	-4,3	1,1	-4,5	-19,4	13,6	1,6	-1,0	0,6	1,8
dic.	-0,5	7,7	-1,3	-1,9	-5,0	2,8	-6,4	-20,6	2,9	-0,3	12,2	-0,5	4,0
2000 gen.	-6,6	0,9	-1,9	-4,3	-1,3	1,4	17,1	2,0	-17,5	-1,3	35,5	-1,6	-11,9
feb.	2,4	6,3	-2,0	-0,8	-1,0	0,2	9,7	144,7	-138,7	2,6	0,2	0,8	-12,3
mar.	3,0	8,1	-0,9	-0,6	-3,7	1,4	33,3	2,4	-24,7	-3,2	58,2	0,6	-37,8
apr.	-3,2	6,0	-1,2	-3,9	-4,0	1,5	5,0	-6,2	-7,9	2,1	16,8	0,2	-3,4

Conto corrente e conto capitale

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



Fonte: BCE.

1) Afflussi (+); deflussi (-). Per le riserve ufficiali: aumento (-), diminuzione (+).

2) Per informazioni riguardo alla confrontabilità dei dati recenti e di alcuni di quelli relativi ai periodi precedenti, cfr. le note generali.

Tavola 8.2

Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale ¹⁾

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

	Conto corrente										Conto capitale	
	Totale		Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti unilaterali correnti		Conto capitale	
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1997	1.212,2	1.136,0	744,1	619,3	217,9	210,8	189,5	204,7	60,7	101,1	18,9	5,8
1998	1.264,0	1.220,6	772,4	653,6	232,0	232,8	198,5	227,3	61,1	106,9	17,8	5,1
1999	1.303,8	1.280,9	796,0	696,5	236,0	243,5	205,0	231,4	66,8	109,6	19,6	6,3
1999 1° trim.	300,8	294,4	179,7	158,2	50,7	53,9	46,6	53,0	23,8	29,3	4,4	1,7
2° trim.	325,2	316,6	193,1	168,2	59,3	59,1	58,0	65,1	14,8	24,2	4,6	1,2
3° trim.	323,2	318,7	199,9	173,2	62,5	63,6	47,9	54,4	12,9	27,5	3,1	1,5
4° trim.	354,7	351,3	223,4	196,9	63,6	66,8	52,5	59,0	15,3	28,6	7,5	2,0
2000 1° trim.	355,3	356,5	219,0	203,7	56,3	61,2	54,4	60,2	25,5	31,4	4,3	1,2
1999 feb.	95,1	92,8	57,4	50,5	17,2	17,2	14,2	16,7	6,2	8,4	0,7	0,8
mar.	110,4	103,9	68,8	59,0	18,7	19,0	17,7	19,3	5,3	6,6	0,6	0,5
apr.	105,8	101,0	63,3	55,3	18,5	18,9	19,1	19,1	4,9	7,8	1,0	0,4
mag.	102,6	104,2	60,7	54,9	19,2	18,5	17,3	22,2	5,4	8,6	1,8	0,3
giu.	116,8	111,4	69,1	58,1	21,6	21,7	21,6	23,8	4,6	7,8	1,9	0,5
lug.	115,9	109,4	72,8	58,2	22,7	22,8	15,7	19,3	4,6	9,1	1,3	0,6
ago.	98,3	97,0	58,8	52,3	19,1	19,6	16,2	16,1	4,2	9,0	1,0	0,4
set.	109,0	112,2	68,2	62,7	20,6	21,2	16,1	19,0	4,1	9,4	0,8	0,5
ott.	115,7	113,5	74,0	63,5	20,9	21,1	15,9	19,8	4,9	9,1	2,0	0,5
nov.	117,6	116,0	75,3	66,9	20,5	22,3	17,1	17,8	4,7	9,0	1,8	0,7
dic.	121,3	121,8	74,1	66,4	22,2	23,4	19,5	21,4	5,6	10,6	3,7	0,8
2000 gen.	110,8	117,4	63,7	62,8	17,8	19,7	16,4	20,6	13,0	14,3	1,8	0,4
feb.	114,4	112,0	71,8	65,6	17,9	19,9	17,8	18,6	6,9	7,9	0,6	0,4
mar.	130,0	127,1	83,5	75,4	20,7	21,6	20,3	20,9	5,6	9,2	1,9	0,4
apr.	115,9	119,1	72,3	66,3	20,0	21,2	18,7	22,6	4,8	8,9	2,1	0,5

Fonte: BCE.

1) Per informazioni riguardo alla confrontabilità dei dati recenti e di alcuni di quelli relativi ai periodi precedenti, cfr. le note generali.

Tavola 8.3**Bilancia dei pagamenti: conto dei redditi***(miliardi di euro; flussi lordi)*

	Totale		Redditi da lavoro		Redditi da capitale							
					Totale		Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Altri investimenti	
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	205,0	231,4	9,6	4,9	195,4	226,5	42,4	38,4	61,9	98,5	91,1	89,7
1999 1° trim.	46,6	53,0	2,3	0,9	44,4	52,1	7,8	8,8	13,6	21,7	23,0	21,6
2° trim.	58,0	65,1	2,3	1,3	55,7	63,8	12,7	8,1	17,4	31,4	25,5	24,3
3° trim.	47,9	54,4	2,3	1,4	45,6	53,0	9,5	9,8	15,7	22,4	20,4	20,7
4° trim.	52,5	59,0	2,7	1,3	49,7	57,6	12,4	11,6	15,2	23,0	22,2	23,0

	Redditi da investimenti diretti				Redditi da investimenti di portafoglio							
	Su azioni e partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi					
							Totale		Su obbligazioni		Su strumenti di mercato monetario	
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
1999	37,4	33,8	5,0	4,6	9,7	27,3	52,2	71,2	49,9	70,2	2,3	1,0
1999 1° trim.	6,9	8,0	0,9	0,9	1,6	3,7	12,0	18,0	11,6	17,3	0,5	0,7
2° trim.	11,5	7,0	1,2	1,1	3,3	12,8	14,1	18,6	13,5	18,1	0,6	0,5
3° trim.	8,2	8,6	1,3	1,2	2,4	4,9	13,3	17,5	12,7	17,7	0,6	-0,2
4° trim.	10,7	10,2	1,7	1,4	2,4	5,8	12,8	17,2	12,1	17,2	0,7	0,0

Fonte: BCE.

Tavola 8.4

Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti e di portafoglio ¹⁾

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

1. Investimenti diretti; investimenti di portafoglio, distinti per strumento ²⁾

	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio									
	all'estero	nell'area dell'euro	Totale		Azioni		Titoli					
			Attività	Passività	Attività	Passività	Attività			Passività		
							Totale	Obbliga- zioni	Strumenti di mercato monetario	Totale	Obbliga- zioni	Strumenti di mercato monetario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1997	-93,4	45,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1998	-183,0	80,4	-302,1	216,8	-98,7	98,3	-203,3	-187,1	-16,3	118,5	102,7	15,8
1999	-212,9	74,1	-316,5	287,5	-153,7	97,7	-162,7	-149,0	-13,8	189,8	119,2	70,6
1999 1° trim.	-36,3	20,8	-65,3	10,7	-21,7	-5,4	-43,6	-43,8	0,1	16,1	2,9	13,2
2° trim.	-76,9	24,3	-85,6	78,6	-40,9	31,3	-44,7	-52,5	7,8	47,3	33,7	13,7
3° trim.	-26,9	3,6	-64,3	94,1	-37,2	27,1	-27,0	-21,0	-6,1	67,0	42,3	24,7
4° trim.	-72,7	25,4	-101,2	104,2	-53,9	44,8	-47,3	-31,7	-15,7	59,4	40,4	19,1
2000 1° trim.	-57,7	206,9	-130,8	-50,0	-102,2	-106,4	-28,7	-25,5	-3,1	56,4	30,6	25,8
1999 feb.	-12,0	5,8	-16,2	-10,2	-4,3	1,9	-11,9	-13,2	1,3	-12,1	-18,0	6,0
mar.	-12,5	7,9	-30,0	-7,1	-11,0	-16,9	-19,0	-21,2	2,3	9,7	5,2	4,5
apr.	-23,3	8,7	-22,2	35,8	-11,7	8,2	-10,5	-14,8	4,3	27,6	27,7	-0,1
mag.	-28,3	9,1	-37,9	9,4	-15,7	10,8	-22,2	-23,3	1,1	-1,4	-9,2	7,8
giu.	-25,3	6,4	-25,5	33,4	-13,5	12,3	-12,0	-14,4	2,4	21,1	15,2	5,9
lug.	-3,6	-6,2	-22,0	18,8	-9,8	11,0	-12,2	-11,8	-0,3	7,8	0,4	7,4
ago.	-12,8	5,6	-22,8	34,8	-14,8	5,5	-8,0	-6,5	-1,5	29,3	21,8	7,5
set.	-10,5	4,3	-19,5	40,4	-12,6	10,5	-6,9	-2,7	-4,2	29,9	20,1	9,8
ott.	-15,2	7,9	-24,2	10,8	-13,2	10,2	-11,1	-5,4	-5,6	0,6	1,5	-0,9
nov.	-22,4	3,0	-35,4	49,0	-18,3	16,1	-17,1	-12,2	-4,9	32,9	32,7	0,2
dic.	-35,2	14,5	-41,5	44,4	-22,4	18,5	-19,1	-14,0	-5,1	25,9	6,2	19,7
2000 gen.	-5,4	7,4	-25,1	7,6	-22,0	4,0	-3,1	-6,1	2,9	3,6	0,1	3,5
feb.	-19,4	164,2	-68,1	-70,6	-52,6	-92,0	-15,5	-12,6	-2,9	21,4	5,6	15,8
mar.	-33,0	35,4	-37,6	12,9	-27,6	-18,4	-10,0	-6,9	-3,2	31,4	24,9	6,5
apr.	-18,6	12,4	-25,8	17,9	-18,2	-4,7	-7,6	-4,7	-2,8	22,6	13,9	8,7

2. Investimenti di portafoglio (attività), distinti per strumento e per settore detentore

	Azioni				Titoli							
					Obbligazioni				Strumenti di mercato monetario			
	Euro-sistema	Amm.ni pubbliche	IFM (escl. Euro-sistema)	Altri settori	Euro-sistema	Amm.ni pubbliche	IFM (escl. Euro-sistema)	Altri settori	Euro-sistema	Amm.ni pubbliche	IFM (escl. Euro-sistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	0,1	-2,0	3,3	-155,1	0,7	-1,6	-17,7	-130,4	0,6	-0,1	-8,0	-6,2
1999 1° trim.	0,1	-0,4	1,1	-22,5	0,1	-0,4	5,1	-48,6	1,4	-0,2	-1,1	0,0
2° trim.	0,0	-0,3	-3,0	-37,7	0,8	-0,3	-10,5	-42,5	0,5	-0,5	1,1	6,6
3° trim.	0,0	-0,5	6,1	-42,9	0,1	-0,6	-4,4	-16,1	-1,0	0,4	-1,0	-4,4
4° trim.	-0,1	-0,9	-1,0	-51,9	-0,3	-0,3	-7,8	-23,3	-0,3	0,1	-7,0	-8,4

Fonte: BCE.

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

2) Per informazioni riguardo alla confrontabilità dei dati recenti e di alcuni di quelli relativi ai periodi precedenti, cfr. le note generali.

Tavola 8.5

Bilancia dei pagamenti: altri investimenti e riserve ufficiali

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

1. Altri investimenti: scomposizione per settore^{1) 2)}

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-67,5	186,0	-0,7	3,5	-1,4	-7,7	-22,6	178,1	-34,2	34,8	11,6	143,3	-42,8	12,1
1999	-58,0	148,8	9,4	0,0	-0,7	-13,4	-24,8	137,4	-50,4	39,7	25,6	97,7	-41,9	24,7
1999 1° tr.	-34,6	67,7	2,9	0,0	-3,3	-4,2	-13,4	58,6	-13,9	7,1	0,6	51,5	-20,9	13,3
2° tr.	1,0	24,4	4,4	0,0	3,9	-2,9	8,2	19,4	-15,6	13,2	23,9	6,2	-15,6	7,8
3° tr.	-28,1	12,0	-0,3	0,0	-1,6	-2,4	-8,6	10,3	-14,3	8,1	5,7	2,2	-17,7	4,1
4° tr.	3,8	44,7	2,3	0,0	0,3	-3,9	-11,1	49,1	-6,5	11,3	-4,5	37,8	12,2	-0,5
2000 1° tr.	-69,5	163,5	-3,5	0,0	-6,4	-3,2	-29,5	169,1	-11,0	24,7	-18,5	144,4	-30,2	-2,4
1999 feb.	30,9	3,9	-4,5	0,0	-2,2	-0,6	48,5	1,5	-0,6	-3,2	49,1	4,6	-10,9	3,1
mar.	-0,8	-1,3	-1,0	0,0	-1,1	1,2	3,2	-8,1	-7,1	6,8	10,3	-14,9	-1,8	5,6
apr.	10,5	-19,8	0,4	0,0	-0,2	0,3	15,0	-20,8	-4,7	2,7	19,7	-23,5	-4,8	0,7
mag.	-10,7	47,6	3,1	0,0	1,0	-0,9	-13,4	50,4	-3,9	6,1	-9,5	44,3	-1,4	-1,9
giu.	1,1	-3,5	0,9	0,0	3,0	-2,3	6,6	-10,1	-7,1	4,5	13,7	-14,6	-9,4	9,0
lug.	-14,2	2,7	0,8	0,0	-1,7	-1,2	-8,2	0,4	-2,1	3,7	-6,0	-3,2	-5,1	3,5
ago.	-5,1	25,1	-1,5	0,0	0,2	-0,1	-2,6	26,3	-5,4	0,1	2,8	26,2	-1,2	-1,1
set.	-8,8	-15,8	0,5	0,0	-0,1	-1,1	2,2	-16,4	-6,8	4,3	9,0	-20,7	-11,4	1,7
ott.	-16,8	53,9	0,3	0,0	-1,1	-1,1	-20,8	51,1	-3,1	3,5	-17,7	47,5	4,9	4,0
nov.	-71,8	70,8	-1,7	0,0	1,1	-1,8	-68,5	71,6	1,0	-0,4	-69,4	72,0	-2,7	1,0
dic.	92,3	-80,1	3,8	0,0	0,3	-1,0	78,2	-73,6	-4,4	8,2	82,5	-81,8	10,0	-5,5
2000 gen.	-4,1	39,6	-0,3	0,0	-2,2	-1,2	8,3	41,3	-3,4	7,8	11,7	33,5	-9,9	-0,5
feb.	-32,6	32,9	-1,8	0,0	-4,1	-0,5	-22,4	30,3	-2,9	8,3	-19,5	22,1	-4,4	3,1
mar.	-32,8	91,0	-1,3	0,0	-0,1	-1,5	-15,4	97,5	-4,7	8,7	-10,7	88,8	-16,0	-5,0
apr.	-26,0	42,8	3,1	0,0	0,9	0,5	-27,9	41,8	-5,2	4,9	-22,7	36,9	-2,1	0,5

2. Altri investimenti: scomposizione per settore e per strumento¹⁾**2.1. Eurosistema**

	Prestiti/banconote e depositi			Altre attività/passività		
	Attività 1	Passività 2	Saldo 3	Attività 4	Passività 5	Saldo 6
1999	10,0	0,0	10,0	-0,7	0,0	-0,7
1999 1° trim.	3,6	0,0	3,6	-0,7	0,0	-0,7
2° trim.	4,3	0,0	4,3	0,1	0,0	0,1
3° trim.	-0,3	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
4° trim.	2,4	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

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

2) Per informazioni riguardo alla confrontabilità dei dati recenti e di alcuni di quelli relativi ai periodi precedenti, cfr. le note generali.

2.2. Amministrazioni pubbliche

	Crediti commerciali			Prestiti/banconote e depositi			Altre attività/passività		
	Attività 7	Passività 8	Saldo 9	Attività 10	Passività 11	Saldo 12	Attività 13	Passività 14	Saldo 15
1999	-0,3	0,0	-0,4	1,5	-13,1	-11,6	-1,9	-0,2	-2,1
1999 1° trim.	-0,2	0,0	-0,2	-2,9	-4,1	-7,0	-0,3	-0,1	-0,4
2° trim.	-0,1	0,0	-0,1	5,7	-2,7	3,0	-1,8	-0,2	-2,0
3° trim.	-0,1	0,0	-0,1	-1,2	-2,5	-3,7	-0,3	0,1	-0,2
4° trim.	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-3,9	-3,9	0,4	0,0	0,4

2.3. IFM (escluso l'Eurosistema)

	Prestiti/banconote e depositi			Altre attività/passività		
	Attività 16	Passività 17	Saldo 18	Attività 19	Passività 20	Saldo 21
1999	-25,9	137,0	111,2	1,1	0,4	1,5
1999 1° trim.	-17,1	61,3	44,2	3,7	-2,7	1,0
2° trim.	9,1	18,4	27,4	-0,8	1,1	0,2
3° trim.	-6,8	9,8	3,0	-1,8	0,5	-1,3
4° trim.	-11,1	47,6	36,6	0,0	1,5	1,5

2.4. Altri settori

	Crediti commerciali			Prestiti/banconote e depositi			Altre attività/passività		
	Attività 22	Passività 23	Saldo 24	Attività 25	Passività 26	Saldo 27	Attività 28	Passività 29	Saldo 30
1999	-13,4	2,7	-10,8	-5,7	14,5	8,8	-22,8	7,5	-15,3
1999 1° trim.	-3,5	4,1	0,6	-11,8	3,4	-8,4	-5,5	5,8	0,2
2° trim.	-6,2	-2,9	-9,1	1,4	9,6	11,1	-10,8	1,0	-9,7
3° trim.	-2,9	-0,1	-3,0	-11,9	2,7	-9,2	-2,9	1,5	-1,4
4° trim.	-0,7	1,5	0,8	16,6	-1,2	15,4	-3,7	-0,8	-4,4

3. Riserve ufficiali ¹⁾

	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività
					Totale	Banconote e depositi		Valori mobiliari			Derivati	
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni	Strumenti di mercato monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999	13,7	0,3	1,0	3,0	9,5	3,2	0,8	0,2	7,8	-2,4	-0,1	0,0
1999 1° trim.	5,5	0,0	2,5	0,0	3,3	1,5	3,0	0,0	1,3	-2,5	0,0	-0,3
2° trim.	6,6	0,0	-1,1	0,8	6,8	-4,6	-2,4	0,0	11,0	2,8	0,0	0,1
3° trim.	1,4	0,0	0,2	1,9	-0,9	5,3	-2,7	0,2	-3,2	-0,5	0,0	0,2
4° trim.	0,2	0,3	-0,7	0,3	0,4	0,9	3,0	0,0	-1,3	-2,2	-0,1	-0,1

Fonte: BCE.

1) Aumento (-); diminuzione (+).

Tavola 8.6

Posizione patrimoniale verso l'estero e riserve ufficiali

1. Posizione patrimoniale verso l'estero¹⁾

(miliardi di euro (miliardi di ECU per il 1997); attività meno passività; posizioni di fine periodo)

	Totale	Investimenti diretti			Investimenti di portafoglio					Derivati	Altri investimenti				Riserve ufficiali
		Totale	Azioni e partecipazioni (inclusi utili reinvestiti)	Debito	Totale	Azioni	Valori mobiliari				Totale	Crediti commerciali	Prestiti/ banconote e depositi	Altre attività/ passività	
							Totale	Obbliga- zioni	Strumenti di mercato monetario						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1997	42,2	114,4	129,9	-15,5	-599,6	-361,8	-237,8	-210,7	-27,0	-5,7	169,8	80,0	0,4	89,3	363,3
1998	-132,4	164,6	175,4	-10,8	-609,1	-475,5	-133,6	-125,5	-8,2	-3,6	-13,8	86,5	-172,2	71,9	329,4

2. Riserve e altre attività connesse dell'Eurosistema²⁾

(miliardi di euro; posizioni 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 nell'FMI	Totale	Banconote e depositi		Valori mobiliari			Derivati	Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbligazioni	Strumenti di mercato monetario			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1998 dic. ³⁾	329,4	99,6	404,131	5,1	23,4	199,8	12,5	18,3	0,0	116,7	52,4	0,0	1,5	7,6
1999 dic.	372,4	116,4	402,758	4,5	24,2	225,2	-	-	-	-	-	0,0	2,0	14,4
2000 gen. ⁴⁾	378,1	116,2	401,639	4,3	24,4	231,4	-	-	-	-	-	0,2	1,9	14,7
feb. ⁴⁾	383,2	121,1	400,503	4,4	23,9	231,9	-	-	-	-	-	0,2	2,0	16,1
mar.	385,4	116,0	400,503	4,4	24,8	238,9	-	-	-	-	-	0,2	1,2	17,0
apr.	399,6	121,3	400,503	4,3	22,7	249,1	-	-	-	-	-	0,2	2,3	18,1
mag.	388,6	117,2	400,503	4,5	21,1	243,9	-	-	-	-	-	0,2	1,8	19,2

3. Riserve e altre attività connesse della Banca centrale europea⁵⁾

(miliardi di euro; posizioni di fine periodo)

	Riserve ufficiali												Per memoria: altre attività	
	Totale	Oro monetario	In milioni di once	Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI							Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	
						Totale	Banconote e depositi		Valori mobiliari					Derivati
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbligazioni	Strumenti di mercato monetario			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999 dic.	49,3	6,9	24,030	0,0	0,0	41,0	-	-	-	-	-	0,0	1,4	2,6
2000 gen.	50,0	7,0	24,030	0,0	0,0	41,7	-	-	-	-	-	0,0	1,3	3,2
	48,1	7,3	24,030	0,0	0,0	39,5	-	-	-	-	-	0,0	1,3	4,2
	mar.	49,8	7,0	24,030	0,0	0,0	42,0	-	-	-	-	0,0	0,9	4,3
	apr.	52,8	7,3	24,030	0,0	0,0	44,3	-	-	-	-	0,0	1,2	4,3
	mag.	50,1	7,0	24,030	0,0	0,0	42,1	-	-	-	-	0,0	0,9	4,5

Fonte: BCE.

1) Per informazioni riguardo alla confrontabilità dei dati recenti e di alcuni di quelli relativi ai periodi precedenti, cfr. le note generali.

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.

3) Posizione al 1° gennaio 1999.

4) La variazione delle riserve auree dell'Eurosistema è dovuta alla vendita di oro da parte di una banca centrale in base ai termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999.

5) Le riserve della BCE sono parte delle riserve dell'Eurosistema.

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 manufat- turieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri	Numeri indici 1995=100		
									Valore ²⁾	Volume ²⁾	Valori unitari 11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	669,7	49,2	14,2	13,1	85,5	195,5	295,9	16,3	107,6	104,7	102,8
1997	762,8	52,8	16,3	14,4	99,0	216,6	342,8	20,9	122,5	115,9	105,7
1998	796,3	56,1	15,8	12,6	104,4	221,7	371,1	14,7	127,9	120,0	106,6
1999	829,7	55,2	16,3	13,5	113,7	224,1	383,1	23,8	133,3	122,3	109,0
1997 1° trim.	170,7	12,0	3,8	3,7	22,6	48,9	74,7	5,0	109,7	104,2	105,3
2° trim.	191,8	13,4	4,1	3,6	25,1	53,9	86,4	5,3	123,3	117,3	105,1
3° trim.	193,5	13,0	4,2	3,4	25,6	55,6	86,5	5,1	124,3	116,6	106,6
4° trim.	206,8	14,4	4,2	3,7	25,6	58,2	95,1	5,5	132,9	125,7	105,7
1998 1° trim.	194,5	13,8	4,2	3,4	26,7	54,7	88,0	3,7	125,0	115,9	107,8
2° trim.	204,5	14,6	3,9	3,3	27,0	56,6	95,5	3,7	131,4	123,1	106,8
3° trim.	195,9	13,5	3,9	3,0	25,8	55,3	91,0	3,6	125,9	118,2	106,5
4° trim.	201,4	14,2	3,8	2,9	25,0	55,1	96,7	3,7	129,4	122,8	105,4
1999 1° trim.	187,9	12,3	3,8	2,6	25,8	51,1	86,6	5,7	120,7	112,6	107,2
2° trim.	203,0	13,4	4,0	3,1	27,9	54,9	94,0	5,8	130,5	119,8	108,9
3° trim.	209,1	13,9	4,1	3,8	29,6	56,6	95,2	6,0	134,4	122,7	109,5
4° trim.	229,6	15,5	4,5	4,0	30,4	61,6	107,3	6,3	147,6	134,0	110,1
2000 1° trim.	227,6	13,2	4,8	4,7	31,8	61,5	103,9	7,8	146,3	.	.
1998 feb.	63,8	4,5	1,4	1,0	8,6	18,1	28,9	1,2	123,0	114,1	107,8
mar.	72,1	5,0	1,5	1,2	9,6	20,3	33,1	1,3	139,0	128,7	108,0
apr.	68,2	4,9	1,3	1,1	9,2	19,0	31,3	1,3	131,4	122,9	106,9
mag.	65,9	4,8	1,3	1,1	8,7	18,3	30,7	1,2	127,1	118,9	106,9
giu.	70,5	4,9	1,3	1,1	9,1	19,3	33,5	1,2	135,9	127,3	106,7
lug.	73,0	4,8	1,3	1,1	9,3	21,1	34,2	1,2	140,8	131,7	106,9
ago.	56,7	4,2	1,2	1,0	7,7	15,6	25,9	1,1	109,3	103,2	105,9
set.	66,2	4,5	1,3	0,9	8,8	18,5	30,9	1,3	127,6	119,7	106,6
ott.	69,0	4,8	1,3	1,0	8,6	19,6	32,5	1,2	133,1	125,8	105,8
nov.	67,1	4,8	1,3	1,0	8,1	18,2	32,5	1,3	129,3	123,3	104,8
dic.	65,3	4,6	1,2	0,9	8,2	17,3	31,7	1,2	125,8	119,3	105,5
1999 gen.	54,6	3,7	1,1	0,8	7,8	14,7	25,0	1,5	105,2	98,5	106,8
feb.	60,2	4,0	1,2	0,8	8,2	16,5	27,4	2,1	116,1	108,6	106,9
mar.	73,1	4,7	1,4	1,0	9,8	19,9	34,2	2,1	140,9	130,6	107,9
apr.	65,9	4,3	1,3	1,0	9,1	17,7	30,6	1,7	127,0	116,6	108,9
mag.	63,7	4,5	1,3	1,0	9,0	17,3	28,8	1,8	122,8	113,2	108,5
giu.	73,5	4,6	1,3	1,1	9,8	19,8	34,5	2,2	141,6	129,6	109,3
lug.	76,3	4,6	1,4	1,2	10,3	20,8	35,7	2,4	147,0	133,0	110,6
ago.	60,8	4,2	1,3	1,1	9,2	16,0	27,2	1,8	117,3	106,7	109,9
set.	72,0	5,1	1,4	1,5	10,1	19,7	32,4	1,9	138,9	128,6	108,0
ott.	77,0	5,2	1,4	1,4	10,1	20,8	36,0	2,1	148,4	135,0	109,9
nov.	77,2	5,3	1,5	1,2	10,6	20,7	35,8	2,0	148,7	136,6	108,9
dic.	75,5	5,0	1,6	1,4	9,7	20,1	35,5	2,2	145,5	130,6	111,4
2000 gen.	65,7	4,0	1,4	1,5	9,3	17,5	30,1	2,0	126,6	111,8	113,3
feb.	75,7	4,4	1,6	1,6	10,7	20,7	34,6	2,0	145,9	127,1	114,8
mar.	86,3	4,8	1,8	1,6	11,8	23,3	39,2	3,8	166,3	.	.
apr.	73,9	.	.	.	.	.	.	.	142,4	.	.

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.

Tavola 9

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 manufat- turieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri	Numeri indici 1995=100		
									Valore ²⁾	Volume ²⁾	Valori unitari 11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	593,9	46,6	36,5	71,6	54,1	167,0	193,6	24,6	105,5	102,9	102,6
1997	674,2	49,7	41,3	81,2	62,0	188,1	228,8	23,1	119,8	110,3	108,6
1998	711,0	55,1	41,3	58,5	68,0	202,0	270,1	16,1	126,3	123,0	102,7
1999	772,4	51,1	38,8	76,5	70,7	209,0	302,7	23,6	137,3	129,2	106,2
1997 1° trim.	159,1	11,4	9,7	21,2	14,7	44,6	51,8	5,8	113,1	106,0	106,7
2° trim.	168,0	12,6	11,0	18,6	16,0	46,5	57,5	5,7	119,4	111,4	107,2
3° trim.	166,6	12,2	10,0	20,0	15,2	48,9	55,6	4,7	118,5	106,9	110,8
4° trim.	180,4	13,5	10,6	21,4	16,1	48,2	63,8	6,8	128,2	117,0	109,6
1998 1° trim.	179,9	13,7	10,9	16,4	17,7	51,6	65,3	4,3	127,9	119,2	107,3
2° trim.	179,2	13,7	11,1	15,1	17,3	50,4	67,2	4,3	127,4	121,6	104,7
3° trim.	171,1	13,4	9,7	13,8	16,4	50,8	63,4	3,6	121,6	119,5	101,8
4° trim.	180,8	14,3	9,6	13,2	16,5	49,2	74,1	3,9	128,5	131,9	97,4
1999 1° trim.	176,2	12,0	9,1	12,4	17,0	49,8	70,5	5,5	125,2	126,8	98,8
2° trim.	188,1	12,7	10,0	16,8	17,6	50,3	74,9	5,8	133,7	128,8	103,8
3° trim.	192,4	12,6	9,4	21,2	17,1	54,0	72,4	5,7	136,8	125,0	109,4
4° trim.	215,7	13,9	10,2	26,1	19,0	54,9	84,9	6,6	153,3	136,3	112,5
2000 1° trim.	228,7	12,2	11,3	32,1	19,7	59,6	84,7	9,1	162,5	.	.
1998 feb.	57,9	4,3	3,5	5,4	5,6	16,7	20,8	1,6	123,4	114,4	107,9
mar.	64,3	4,9	3,8	5,3	6,5	18,3	24,1	1,3	137,1	128,6	106,6
apr.	60,1	4,8	3,7	5,2	5,8	16,8	22,6	1,3	128,2	121,5	105,5
mag.	56,9	4,4	3,5	5,2	5,6	15,8	21,2	1,2	121,4	115,7	104,9
giu.	62,1	4,6	3,9	4,7	6,0	17,8	23,4	1,8	132,5	127,8	103,7
lug.	59,3	4,7	3,6	4,7	6,0	17,8	21,2	1,3	126,4	123,6	102,2
ago.	50,1	4,1	2,8	4,4	4,7	15,0	18,1	1,0	106,9	105,7	101,1
set.	61,8	4,6	3,3	4,7	5,8	17,9	24,1	1,4	131,7	129,2	101,9
ott.	62,5	4,8	3,3	4,7	5,8	17,4	25,1	1,4	133,2	133,9	99,5
nov.	59,7	4,6	3,1	4,2	5,4	16,2	24,9	1,3	127,3	131,8	96,6
dic.	58,6	5,0	3,1	4,3	5,3	15,7	24,2	1,2	125,0	130,2	96,0
1999 gen.	54,1	3,7	2,9	4,1	5,1	15,3	21,2	1,7	115,4	117,7	98,1
feb.	55,6	3,7	2,9	3,8	5,5	16,0	21,8	1,9	118,5	120,6	98,3
mar.	66,5	4,5	3,3	4,5	6,4	18,5	27,5	1,9	141,8	142,1	99,8
apr.	61,0	4,1	3,3	5,6	5,7	15,9	24,5	1,9	130,1	127,1	102,4
mag.	62,0	4,2	3,3	5,7	5,7	16,4	24,9	1,8	132,3	126,5	104,6
giu.	65,0	4,4	3,5	5,4	6,1	18,0	25,6	2,0	138,7	132,6	104,6
lug.	64,1	4,3	3,3	6,7	5,7	18,3	23,9	1,9	136,7	126,7	107,9
ago.	57,9	4,0	2,6	7,0	5,2	16,2	21,3	1,7	123,6	112,3	110,0
set.	70,4	4,3	3,4	7,6	6,3	19,4	27,2	2,1	150,1	136,2	110,2
ott.	69,6	4,4	3,3	7,9	6,3	18,5	27,0	2,3	148,4	133,4	111,3
nov.	73,4	4,7	3,5	8,4	6,6	18,6	29,4	2,3	156,6	141,3	110,8
dic.	72,6	4,7	3,4	9,8	6,1	17,8	28,6	2,1	154,9	134,2	115,4
2000 gen.	70,7	4,0	3,5	10,5	5,8	18,4	26,2	2,3	150,7	128,3	117,5
feb.	74,3	3,9	3,6	10,6	6,7	19,9	27,1	2,4	158,4	132,3	119,7
mar.	83,7	4,3	4,1	11,0	7,2	21,3	31,4	4,4	178,5	.	.
apr.	72,8	.	.	.	.	.	.	.	155,2	.	.

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). Parte delle differenze deriva dal trattamento delle assicurazioni e dei costi di spedizione nella rilevazione delle importazioni, che nel 1998 hanno rappresentato circa il 3,8 per cento del valore delle importazioni (c.i.f.).

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 alimentari non energetici	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1996	75,8	2,7	-22,3	-58,5	31,4	28,5	102,3	-8,3
1997	88,6	3,2	-25,0	-66,8	37,0	28,5	114,0	-2,2
1998	85,3	1,0	-25,5	-45,9	36,4	19,7	101,0	-1,4
1999	57,3	4,0	-22,5	-63,1	43,0	15,1	80,4	0,2
1997 1° trim.	11,6	0,6	-5,8	-17,5	7,9	4,3	22,8	-0,8
2° trim.	23,8	0,7	-6,9	-15,0	9,1	7,4	28,9	-0,4
3° trim.	26,8	0,9	-5,9	-16,6	10,4	6,8	30,9	0,3
4° trim.	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	10,0	31,3	-1,3
1998 1° trim.	14,6	0,1	-6,7	-13,0	9,0	3,2	22,7	-0,7
2° trim.	25,4	0,9	-7,2	-11,7	9,6	6,1	28,2	-0,6
3° trim.	24,8	0,1	-5,8	-10,9	9,3	4,5	27,6	0,0
4° trim.	20,6	-0,1	-5,7	-10,3	8,5	5,9	22,6	-0,2
1999 1° trim.	11,7	0,4	-5,3	-9,8	8,9	1,3	16,1	0,2
2° trim.	14,9	0,8	-6,1	-13,7	10,3	4,5	19,1	0,0
3° trim.	16,7	1,2	-5,3	-17,4	12,5	2,6	22,8	0,3
4° trim.	14,0	1,7	-5,8	-22,1	11,3	6,8	22,4	-0,3
2000 1° trim.	-1,0	1,0	-6,5	-27,4	12,1	1,9	19,2	-1,4
1998 feb.	5,9	0,3	-2,2	-4,3	3,1	1,4	8,1	-0,4
mar.	7,8	0,1	-2,3	-4,1	3,1	2,0	9,0	0,0
apr.	8,0	0,1	-2,4	-4,1	3,4	2,2	8,7	0,0
mag.	9,0	0,4	-2,3	-4,1	3,1	2,4	9,5	-0,1
giu.	8,3	0,3	-2,6	-3,5	3,1	1,5	10,1	-0,5
lug.	13,8	0,0	-2,2	-3,6	3,3	3,3	13,0	0,0
ago.	6,6	0,1	-1,6	-3,5	3,0	0,6	7,7	0,1
set.	4,4	-0,1	-2,0	-3,8	3,0	0,5	6,8	-0,1
ott.	6,6	0,0	-2,0	-3,7	2,8	2,2	7,4	-0,2
nov.	7,4	0,2	-1,9	-3,3	2,7	2,0	7,7	0,0
dic.	6,6	-0,3	-1,9	-3,3	2,9	1,7	7,5	0,1
1999 gen.	0,4	0,0	-1,8	-3,4	2,7	-0,7	3,8	-0,2
feb.	4,6	0,2	-1,7	-3,0	2,8	0,5	5,6	0,2
mar.	6,6	0,1	-1,8	-3,5	3,4	1,5	6,8	0,2
apr.	4,8	0,2	-1,9	-4,6	3,4	1,8	6,2	-0,2
mag.	1,7	0,3	-2,0	-4,8	3,2	1,0	3,9	0,0
giu.	8,4	0,3	-2,1	-4,3	3,7	1,8	9,0	0,2
lug.	12,2	0,3	-2,0	-5,5	4,7	2,5	11,7	0,5
ago.	2,9	0,3	-1,3	-5,8	4,0	-0,2	5,9	0,0
set.	1,7	0,7	-2,0	-6,1	3,8	0,3	5,1	-0,2
ott.	7,4	0,7	-1,9	-6,5	3,7	2,3	9,1	-0,2
nov.	3,7	0,6	-2,1	-7,2	4,1	2,2	6,5	-0,2
dic.	2,9	0,3	-1,8	-8,4	3,5	2,3	6,8	0,1
2000 gen.	-5,0	0,0	-2,1	-9,1	3,5	-0,8	3,9	-0,4
feb.	1,4	0,5	-2,0	-9,0	4,0	0,7	7,5	-0,4
mar.	2,5	0,5	-2,4	-9,3	4,6	1,9	7,8	-0,6
apr.	1,1	.	.	.	.	.	.	.

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). Parte delle differenze deriva dal trattamento delle assicurazioni e dei costi di spedizione nella rilevazione delle importazioni, che nel 1998 hanno rappresentato circa il 3,8 per cento del valore delle importazioni (c.i.f.).

10 Tassi di cambio

Tavola 10

Tassi di cambio

(valori medi nel periodo indicato; i tassi bilaterali sono espressi in unità di valuta nazionale per ECU o per euro; quelli effettivi sono numeri indice, 1° trim. 1999=100)

	Tasso di cambio effettivo dell'euro ¹⁾						Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro ²⁾			
	Gruppo ristretto				Gruppo ampio		Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Sterlina britannica
	nominale	reale IPC	reale IPP	reale CLUP	nominale	reale IPC				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1996	107,9	108,8	107,9	112,8	95,4	105,9	1,270	138,1	1,568	0,814
1997	99,1	99,4	99,5	101,1	90,4	96,6	1,134	137,1	1,644	0,692
1998	101,5	101,3	101,8	99,7	96,6	99,1	1,121	146,4	1,622	0,676
1999	95,7	95,7	96,0	95,8	96,6	95,8	1,066	121,3	1,600	0,659
1999 2° trim.	96,1	96,0	96,1	96,6	96,5	96,0	1,057	127,7	1,600	0,658
3° trim.	94,6	94,7	95,0	94,6	95,5	94,6	1,049	118,7	1,602	0,655
4° trim.	92,2	92,2	92,8	92,1	94,2	92,6	1,038	108,4	1,600	0,636
2000 1° trim.	89,0	89,8	90,4	88,3	91,1	89,5	0,986	105,5	1,607	0,614
2° trim.	86,0	86,7	87,4	85,7	88,4	86,6	0,933	99,6	1,563	0,610
1999 feb.	99,9	99,9	99,8	-	100,0	100,0	1,121	130,8	1,598	0,689
mar.	98,3	98,3	98,5	-	98,7	98,6	1,088	130,2	1,595	0,671
apr.	97,1	96,9	97,2	-	97,5	97,2	1,070	128,2	1,602	0,665
mag.	96,6	96,5	96,6	-	96,9	96,4	1,063	129,7	1,603	0,658
giu.	94,7	94,6	94,6	-	95,1	94,4	1,038	125,3	1,595	0,650
lug.	94,8	95,2	95,2	-	95,0	94,5	1,035	123,7	1,604	0,658
ago.	95,4	95,6	95,8	-	96,3	95,5	1,060	120,1	1,600	0,660
set.	93,6	93,4	93,9	-	95,2	93,8	1,050	112,4	1,602	0,647
ott.	94,4	94,2	94,8	-	96,3	94,7	1,071	113,5	1,594	0,646
nov.	92,0	92,0	92,8	-	94,0	92,4	1,034	108,2	1,605	0,637
dic.	90,1	90,3	90,8	-	92,2	90,7	1,011	103,7	1,601	0,627
2000 gen.	90,2	90,8	91,4	-	92,4	90,7	1,014	106,5	1,610	0,618
feb.	89,2	90,1	90,6	-	91,2	89,7	0,983	107,6	1,607	0,615
mar.	87,7	88,4	89,3	-	89,7	88,2	0,964	102,6	1,604	0,611
apr.	86,1	86,8	87,6	-	88,4	86,8	0,947	99,9	1,574	0,598
mag.	84,5	85,2	85,9	-	86,9	85,1	0,906	98,1	1,556	0,602
giu.	87,4	88,2	88,7	-	89,9	87,8	0,949	100,7	1,561	0,629
var. perc. sul mese prec. ⁴⁾										
2000 giu.	3,4	3,5	3,3	-	3,5	3,2	4,8	2,7	0,3	4,6
var. perc. sul mese prec. ⁴⁾										
2000 giu.	-7,8	-6,9	-6,2	-	-5,4	-7,0	-8,5	-19,6	-2,2	-3,2

Fonte: BCE.

- 1) Elaborazioni della BCE, basate su medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro. I pesi si basano sul commercio di manufatti negli anni 1995-1997 con i paesi partner commerciali, e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. Il gruppo ristretto comprende i paesi le cui valute sono riportate nella tavola. Il gruppo ampio comprende, in aggiunta, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cina, Cipro, Croazia, Estonia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Slovacchia, Slovenia, Sud Africa, Thailandia, Taiwan, Turchia e Ungheria. I tassi effettivi reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo (IPC), dei prezzi alla produzione nell'industria manifatturiera (IPP) e del costo unitario del lavoro nell'industria manifatturiera (CLUP). Nei casi in cui i dati sui deflatori non siano disponibili si utilizzano stime.
- 2) I tassi di cambio riportati sono quelli dell'ECU fino al dicembre 1998 (fonte BRI), quelli dell'euro dal gennaio 1999.
- 3) Poiché la BCE non pubblica tassi di riferimento ufficiali con queste valute, i dati riportati si riferiscono a tassi indicativi.
- 4) Per l'ultimo mese si riporta la variazione percentuale rispetto al mese precedente e quella rispetto al corrispondente mese dell'anno precedente. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro.

Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro ²⁾									
Corona svedese	Corona danese	Dracma greca	Corona norvegese	Dollaro canadese	Dollaro australiano	Dollaro di Hong Kong ³⁾	Won coreano ³⁾	Dollaro di Singapore ³⁾	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	
8,51	7,36	305,5	8,20	1,731	1,623	9,68	1.007,9	1,765	1996
8,65	7,48	309,3	8,02	1,569	1,528	8,75	1.069,8	1,678	1997
8,92	7,50	330,7	8,47	1,665	1,787	8,69	1.568,9	1,876	1998
8,81	7,44	325,8	8,31	1,584	1,652	8,27	1.267,3	1,806	1999
8,90	7,43	325,0	8,24	1,557	1,618	8,19	1.258,8	1,810	1999 2° trim.
8,71	7,44	326,1	8,22	1,558	1,613	8,14	1.252,8	1,772	3° trim.
8,65	7,44	329,2	8,19	1,528	1,613	8,07	1.217,4	1,737	4° trim.
8,50	7,45	332,7	8,11	1,434	1,564	7,68	1.109,8	1,674	2000 1° trim.
8,28	7,46	336,2	8,20	1,381	1,585	7,27	1.042,0	1,608	2° trim.
8,91	7,44	322,0	8,65	1,679	1,751	8,68	1.330,2	1,905	1999 feb.
8,94	7,43	322,5	8,51	1,651	1,726	8,43	1.336,2	1,881	mar.
8,91	7,43	325,5	8,32	1,594	1,668	8,30	1.292,2	1,834	apr.
8,97	7,43	325,2	8,23	1,553	1,605	8,24	1.272,1	1,820	mag.
8,83	7,43	324,2	8,17	1,524	1,580	8,05	1.212,6	1,775	giu.
8,74	7,44	325,0	8,18	1,540	1,576	8,03	1.229,4	1,756	lug.
8,75	7,44	326,4	8,26	1,583	1,645	8,23	1.269,1	1,779	ago.
8,63	7,43	327,0	8,23	1,552	1,619	8,15	1.260,1	1,781	set.
8,73	7,43	329,2	8,29	1,581	1,641	8,32	1.289,9	1,793	ott.
8,63	7,44	328,7	8,19	1,516	1,618	8,04	1.215,9	1,727	nov.
8,59	7,44	329,7	8,10	1,491	1,580	7,86	1.149,6	1,694	dic.
8,60	7,44	331,1	8,12	1,469	1,542	7,89	1.145,9	1,697	2000 gen.
8,51	7,45	333,2	8,10	1,427	1,564	7,65	1.110,8	1,674	feb.
8,39	7,45	333,9	8,11	1,408	1,583	7,51	1.076,1	1,654	mar.
8,27	7,45	335,2	8,15	1,389	1,588	7,38	1.051,4	1,620	apr.
8,24	7,46	336,6	8,20	1,355	1,570	7,06	1.015,3	1,566	mag.
8,32	7,46	336,6	8,25	1,402	1,597	7,40	1.061,1	1,641	giu.
									var. perc. sul mese prec. ⁴⁾
0,9	0,0	0,0	0,6	3,5	1,7	4,8	4,5	4,7	2000 giu.
									var. perc. sul mese prec. ⁴⁾
-5,8	0,4	3,9	1,0	-8,0	1,0	-8,1	-12,5	-7,6	2000 giu.

Indicatori economici e finanziari per gli altri Stati membri della UE

Tavola 11

Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	IAPC	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amm.ni pubbliche, in perc. del PIL	Debito lordo delle Amm.ni pubbliche, in perc. del PIL	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine ¹⁾ , in perc. per anno	Tasso di cambio ²⁾ in unità della valuta nazionale per euro/ECU	Saldo della bilancia dei pagamenti in perc. del PIL	Costo del lavoro per unità di prodotto ³⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale ⁴⁾	Tasso di disoccupazione standardizzato in perc. della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ⁵⁾	Tasso di interesse a 3 mesi ¹⁾ , in perc. su base annua
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Danimarca												
1997	1,9	0,5	61,3	6,26	7,48	0,6	1,4	3,1	5,6	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	1,2	55,6	4,94	7,50	-1,1	2,6	2,5	2,3	5,2	4,6	4,27
1999	2,1	3,0	52,6	4,91	7,44	1,3	3,5	1,7	2,2	5,2	4,2	3,44
1999 2° trim.	1,8	-	-	4,50	7,43	1,6	3,9	2,3	5,7	5,3	4,9	3,13
3° trim.	2,3	-	-	5,35	7,44	1,6	3,1	1,4	-0,6	5,1	3,4	3,19
4° trim.	2,8	-	-	5,57	7,44	0,4	0,9	2,5	5,2	4,9	4,1	3,78
2000 1° trim.	2,8	-	-	5,79	7,45	0,4	-	1,7	4,5	4,9	2,2	3,95
2° trim.	-	-	-	-	7,46	-	-	-	-	-	-	4,73
1999 dic.	3,1	-	-	5,50	7,44	-	-	-	9,3	4,9	4,1	3,80
2000 gen.	2,8	-	-	5,87	7,44	-	-	-	5,5	5,0	0,8	3,72
feb.	2,8	-	-	5,85	7,45	-	-	-	4,5	4,8	2,1	3,93
mar.	3,0	-	-	5,65	7,45	-	-	-	3,6	4,8	3,9	4,18
apr.	2,9	-	-	5,57	7,45	-	-	-	10,0	4,7	-0,9	4,32
mag.	2,8	-	-	5,77	7,46	-	-	-	-	4,7	1,5	4,70
giu.	-	-	-	-	7,46	-	-	-	-	-	-	5,14
Grecia												
1997	5,4	-4,6	108,5	9,92	309,3	-4,1	8,4	3,4	1,0	7,9	11,8	12,48
1998	4,5	-3,1	105,4	8,48	330,7	-3,1	5,5	3,7	3,4	10,0	10,2	13,53
1999	2,1	-1,6	104,4	6,30	325,8	-4,1	2,5	3,5	0,5	-	7,6	10,08
1999 2° trim.	2,0	-	-	5,87	325,0	-	-	-	0,5	-	7,3	9,80
3° trim.	1,4	-	-	6,56	326,1	-	-	-	1,5	-	6,6	9,86
4° trim.	2,0	-	-	6,68	329,2	-	-	-	0,6	-	6,4	10,13
2000 1° trim.	2,6	-	-	6,44	332,7	-	-	-	-	-	5,3	8,71
2° trim.	-	-	-	6,11	336,2	-	-	-	-	-	-	8,33
1999 dic.	2,3	-	-	6,39	329,7	-	-	-	1,6	-	5,6	9,57
2000 gen.	2,4	-	-	6,60	331,1	-	-	-	-	-	5,9	8,92
feb.	2,6	-	-	6,48	333,2	-	-	-	-	-	4,7	8,51
mar.	2,8	-	-	6,24	333,9	-	-	-	-	-	5,4	8,69
apr.	2,1	-	-	6,09	335,2	-	-	-	-	-	9,4	8,48
mag.	2,6	-	-	6,18	336,6	-	-	-	-	-	-	8,30
giu.	-	-	-	6,06	336,6	-	-	-	-	-	-	8,22
Svezia												
1997	1,8	-2,0	75,0	6,62	8,65	-	0,4	2,0	7,2	9,9	4,2	4,43
1998	1,0	1,9	72,4	4,99	8,92	3,3	1,6	3,0	4,2	8,3	3,5	4,36
1999	0,6	1,9	65,5	4,98	8,81	1,6	0,1	3,8	1,1	7,2	6,8	3,32
1999 2° trim.	0,3	-	-	4,54	8,90	0,9	0,3	3,7	0,9	7,2	6,5	3,07
3° trim.	0,7	-	-	5,48	8,71	2,8	0,3	3,8	-0,7	7,1	6,1	3,22
4° trim.	1,0	-	-	5,69	8,65	0,8	-0,8	3,8	3,1	6,8	9,1	3,69
2000 1° trim.	1,2	-	-	5,79	8,50	3,1	7,2	3,9	6,3	6,5	8,7	3,99
2° trim.	-	-	-	5,30	8,28	-	-	-	-	-	-	4,09
1999 dic.	1,2	-	-	5,59	8,59	-	-	-	1,1	6,8	9,9	3,63
2000 gen.	1,0	-	-	5,95	8,60	-	-	-	5,8	6,6	8,6	3,70
feb.	1,4	-	-	5,90	8,51	-	-	-	5,8	6,6	9,1	4,10
mar.	1,4	-	-	5,51	8,39	-	-	-	7,3	6,4	8,4	4,16
apr.	1,0	-	-	5,42	8,27	-	-	-	13,5	6,1	9,9	4,14
mag.	1,3	-	-	5,34	8,24	-	-	-	-	6,1	-	4,10
giu.	-	-	-	5,13	8,32	-	-	-	-	-	-	4,05
Regno Unito												
1997	1,8	-2,0	50,8	7,13	0,692	0,9	2,9	3,5	1,6	7,0	11,2	6,92
1998	1,6	0,3	48,4	5,60	0,676	0,0	3,7	2,6	0,3	6,3	9,7	7,42
1999	1,3	1,2	46,0	5,01	0,659	-1,3	4,0	2,1	0,1	6,1	5,2	5,54
1999 2° trim.	1,4	-2,4	46,7	4,82	0,658	-0,9	4,7	1,7	-1,7	6,1	6,7	5,30
3° trim.	1,2	1,5	45,8	5,39	0,655	-1,8	3,8	2,3	1,3	6,0	3,5	5,28
4° trim.	1,2	1,5	45,6	5,46	0,636	-0,7	3,2	2,8	2,4	5,9	3,5	5,98
2000 1° trim.	0,8	7,0	43,4	5,60	0,614	-	-	3,0	1,8	5,8	3,7	6,20
2° trim.	-	-	-	5,31	0,610	-	-	-	-	-	-	6,28
1999 dic.	1,2	-1,5	45,6	5,36	0,627	-	-	-	3,7	6,0	4,0	6,06
2000 gen.	0,8	18,2	43,7	5,83	0,618	-	-	-	-0,1	5,9	3,0	6,14
feb.	1,0	1,6	43,2	5,63	0,615	-	-	-	2,4	5,8	2,9	6,24
mar.	0,7	1,6	43,6	5,34	0,611	-	-	-	2,9	5,7	5,2	6,23
apr.	0,6	1,7	43,2	5,30	0,598	-	-	-	1,5	-	-	6,30
mag.	0,5	-2,8	42,8	5,41	0,602	-	-	-	-	-	-	6,30
giu.	-	-	-	5,21	0,629	-	-	-	-	-	-	6,23

Fonti: Eurostat (colonne 1, 8, 9 per il Regno Unito) e 10 (esclusa la Grecia); Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat) (colonne 2 (dati annuali) e 3 (dati trimestrali)); Reuters (colonna 12); dati nazionali (colonne 2 (dati trimestrali e mensili), 3 (dati trimestrali e mensili), 4, 5, 7 (eccetto la Svezia), 9 (eccetto il Regno Unito), 10 (per la Grecia) e 11); elaborazioni della BCE (colonne 6 e 7 (per la Svezia)).

1) Valori medi nel periodo indicato.

2) Per ulteriori informazioni vedi tavola 10.

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

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

5) Media dei valori di fine mese; M3 (M4 per la Grecia e il Regno Unito).

12 Indicatori economici e finanziari per i principali paesi non UE

Tavola 12.1

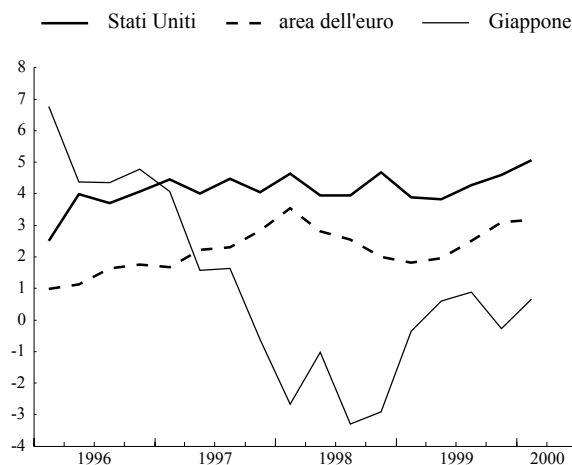
Indicatori economici e finanziari

(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 (dest.)	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 ⁵⁾ (+) fiscale in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁶⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
1996	2,9	-2,3	3,6	4,7	5,4	4,8	5,51	6,54	1,270	-2,2	58,8
1997	2,3	0,0	4,2	7,0	4,9	4,9	5,76	6,45	1,134	-0,9	56,5
1998	1,6	0,7	4,3	4,9	4,5	7,4	5,57	5,33	1,121	0,4	53,5
1999	2,2	-1,7	4,2	4,2	4,2	7,5	5,42	5,64	1,066	1,0	50,5
1999 1° trim.	1,7	-1,6	3,9	3,5	4,3	8,5	5,00	4,98	1,122	0,8	53,1
2° trim.	2,1	-1,4	3,8	4,1	4,3	8,0	5,07	5,54	1,057	1,0	51,4
3° trim.	2,3	-0,8	4,3	4,4	4,2	7,5	5,44	5,88	1,049	1,2	50,6
4° trim.	2,6	-3,1	4,6	4,8	4,1	6,1	6,14	6,13	1,038	1,0	50,5
2000 1° trim.	3,2	-3,7	5,1	5,9	4,1	5,8	6,11	6,48	0,986	1,8	49,5
2° trim.	.	.	.	.	.	.	6,63	6,18	0,933	.	.
2000 gen.	2,7	-	-	5,8	4,0	5,8	6,04	6,66	1,014	-	-
feb.	3,2	-	-	5,7	4,1	5,5	6,10	6,52	0,983	-	-
mar.	3,7	-	-	6,2	4,1	6,0	6,20	6,26	0,964	-	-
apr.	3,0	-	-	6,5	3,9	6,3	6,31	6,00	0,947	-	-
mag.	3,1	-	-	6,2	4,1	5,5	6,75	6,42	0,906	-	-
giu.	.	-	-	.	.	.	6,79	6,10	0,949	-	-
Giappone											
1996	0,1	-1,9	5,1	2,3	3,4	3,3	0,57	3,03	138,1	-2,9	-
1997	1,7	-2,2	1,6	3,6	3,4	3,1	0,62	2,15	137,1	-2,7	-
1998	0,6	6,3	-2,5	-7,1	4,1	4,4	0,66	1,30	146,4	-10,3	-
1999	-0,3	-2,5	0,2	0,8	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-10,4	-
1999 1° trim.	-0,1	3,0	-0,4	-3,8	4,6	4,0	0,36	1,97	130,7	-	-
2° trim.	-0,3	-1,7	0,6	-0,6	4,7	4,1	0,12	1,53	127,7	-	-
3° trim.	0,0	-5,0	0,9	3,1	4,7	3,6	0,10	1,78	118,7	-	-
4° trim.	-1,0	-5,9	-0,3	4,8	4,6	3,0	0,29	1,77	108,4	-	-
2000 1° trim.	-0,7	-7,0	0,7	6,2	4,8	2,2	0,14	1,79	105,5	-	-
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,12	1,72	99,6	-	-
2000 gen.	-0,9	-6,7	-	6,1	4,7	2,6	0,15	1,71	106,5	-	-
feb.	-0,6	-8,6	-	8,2	4,9	2,1	0,13	1,83	107,6	-	-
mar.	-0,5	-5,5	-	4,6	4,9	1,9	0,14	1,81	102,6	-	-
apr.	-0,8	.	-	6,4	4,8	2,9	0,12	1,75	99,9	-	-
mag.	-0,7	.	-	7,4	4,6	2,2	0,10	1,71	98,1	-	-
giu.	.	.	-	.	.	.	0,13	1,69	100,7	-	-

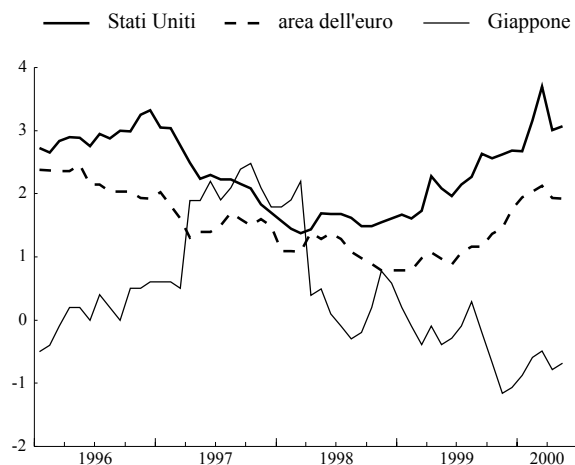
PIL a prezzi costanti

(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, 5, 6, 8 (fino a dicembre 1998), 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8 (da gennaio 1999)); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Industria manifatturiera.

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

3) Per ulteriori informazioni, cfr. tavole 3.1 e 3.2.

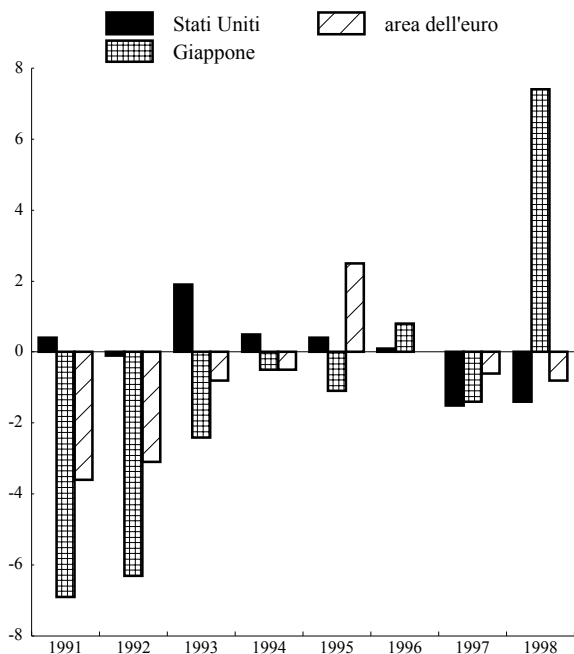
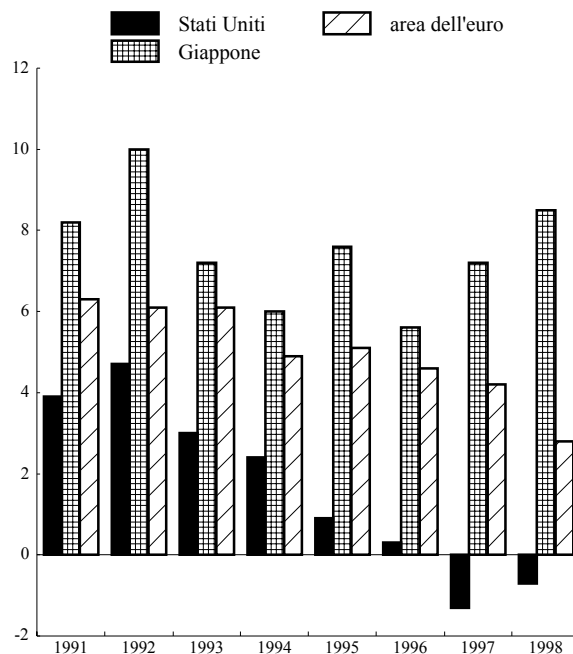
4) Per ulteriori informazioni, cfr. tavola 10.

5) Per il Giappone, il dato sul disavanzo nel 1998 si basa sull'ipotesi di un debito elevato; per il 1999 la fonte sono i conti finanziari.

6) Debito lordo consolidato per le Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

Tavola 12.2**Risparmio, investimenti e saldi finanziari***(in percentuale del PIL)*

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle 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													
1996	17,3	19,1	-1,4	8,8	8,4	5,2	8,7	5,1	1,1	11,8	5,0	13,0	4,8
1997	18,3	19,8	-1,5	9,4	8,5	1,9	8,8	3,4	1,9	11,7	3,2	12,6	4,6
1998	18,8	20,5	-2,3	9,5	8,7	4,0	8,7	5,4	1,7	12,1	5,1	12,2	5,7
1999	18,7	20,7	-3,4	9,5	9,1	6,3	8,6	7,5	3,6	12,7	4,9	11,5	6,7
1998 2° trim.	18,6	20,3	-2,2	9,3	8,7	3,4	8,7	4,5	3,9	12,1	7,8	12,1	5,6
3° trim.	18,9	20,6	-2,6	9,6	8,7	4,4	8,6	5,8	0,6	12,1	3,7	12,0	5,3
4° trim.	18,8	20,7	-2,6	9,5	8,9	1,8	8,6	3,4	-0,9	12,4	4,5	12,2	6,1
1999 1° trim.	19,0	20,8	-2,8	9,4	8,9	8,2	8,7	9,2	6,4	12,6	3,2	11,9	6,4
2° trim.	18,7	20,5	-3,3	9,4	9,3	6,1	8,7	7,1	0,2	12,8	5,4	11,7	6,7
3° trim.	18,7	20,8	-3,6	9,5	9,1	6,6	8,6	7,9	3,7	12,7	4,4	11,3	6,6
4° trim.	18,3	20,9	-4,0	9,7	8,9	4,3	8,5	5,8	4,3	12,6	6,6	11,1	7,1
2000 1° trim.	18,1	21,0	-4,3	9,7	9,3	6,2	8,6	7,6	6,0	12,9	4,7	10,4	7,7
Giappone													
1996	31,3	29,8	1,4	16,1	15,6	1,7	15,1	0,3	1,0	6,7	6,4	13,3	1,1
1997	31,2	28,7	2,6	16,6	16,1	3,3	13,7	1,2	0,1	5,4	7,1	13,4	0,7
1998	29,3	26,4	3,1	14,5	14,6	-6,4	15,1	-9,3	-1,3	5,0	6,0	13,7	-0,1
1999	.	25,9	.	.	.	1,6	.	-2,6	1,5	.	6,6	.	0,6
1998 2° trim.	.	24,8	.	.	.	-32,6	.	-14,2	0,4	.	12,9	.	-6,2
3° trim.	.	26,9	.	.	.	4,2	.	-2,6	1,5	.	4,2	.	2,0
4° trim.	.	26,9	.	.	.	12,6	.	-6,5	-6,4	.	12,7	.	-0,6
1999 1° trim.	.	26,9	.	.	.	0,6	.	-12,4	-2,4	.	-4,4	.	9,8
2° trim.	.	24,2	.	.	.	-18,2	.	-14,2	1,9	.	15,2	.	-7,2
3° trim.	.	26,4	.	.	.	7,6	.	-2,7	1,5	.	3,3	.	2,6
4° trim.	.	26,9	.	.	.	18,2	.	17,6	7,3	.	10,5	.	-3,7
2000 1° trim.	.	26,2	.	.	.	8,0	.	-5,8	-4,7	.	2,8	.	8,7

Saldo finanziario delle società non finanziarie*(in percentuale del PIL)***Saldo finanziario delle famiglie¹⁾***(in percentuale del PIL)*

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

1) Le famiglie includono le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

Note tecniche

Relative alla tavola 2.4

La destagionalizzazione degli aggregati monetari dell'area dell'euro

I dati destagionalizzati sono ottenuti utilizzando versioni moltiplicative di X-12-ARIMA (versione 0.2.2 ¹⁾) e di TRAMO/SEATS ²⁾ (versione beta, del luglio 1998). Per ragioni tecniche, vengono pubblicati come dati ufficiali i risultati dell'X-12-ARIMA. La destagionalizzazione degli aggregati monetari comprende anche, per alcune delle componenti di M2, una correzione per tenere conto del giorno della settimana in cui termina il mese. La destagionalizzazione di M3 è effettuata in modo indiretto, aggregando serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 ed M3 meno M2 al fine di soddisfare il vincolo di additività.

Le componenti stagionali vengono stimate per i numeri indici delle consistenze corrette (tavola 2.4.1). Esse vengono quindi applicate ai livelli espressi in miliardi di euro e alle correzioni effettuate per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni ecc., consentendo di ottenere i valori destagionalizzati delle consistenze, delle correzioni e, quindi, dei flussi.

Calcolo dei tassi di crescita

I tassi di crescita possono essere calcolati alternativamente: (a) dai flussi, oppure (b) dai numeri indice delle consistenze corrette.

Indicando con F_t il flusso nel mese t , con L_t il livello delle consistenze alla fine del mese t , con X_t il tasso di variazione nel mese t , definito come $X_t = (F_t / L_{t-1} + 1)$, e con I_t l'indice delle consistenze corrette nel mese t , la variazione percentuale sui dodici mesi at può essere calcolata come segue:

$$(a) \quad a_t = ((X_t * X_{t-1} * X_{t-2} * X_{t-3} * X_{t-4} * X_{t-5} * X_{t-6} * X_{t-7} * X_{t-8} * X_{t-9} * X_{t-10} * X_{t-11}) - 1) * 100$$

$$(b) \quad a_t = (I_t / I_{t-12} - 1) * 100$$

Gli arrotondamenti possono dare luogo a differenze rispetto ai tassi di variazione sui dodici mesi riportati nella tavola 2.4. L'indice delle consistenze corrette è disponibile con un livello di precisione sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>) nella pagina "Euro area statistics-download", in formato csv; ciò consente il calcolo esatto delle variazioni percentuali riportate nella tavola 2.4.

1) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, "New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program", *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure "X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2", (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.

2) Per dettagli cfr. V. Gomez, e A. Maravall "Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User", Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.



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>) in un formato scaricabile (file CSV). Dati più aggiornati o più ampi, a mano a 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 2.6 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio irrevocabili con l'euro fissi adottati 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.

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).

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

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 5 luglio 2000.

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Statistiche sulla politica monetaria e statistiche finanziarie

Le tavole dalla 1.1 alla 1.5 riportano 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 tavole 1.2 e 1.3 sono state modificate per tenere conto del passaggio alle aste a tasso variabile nel giugno 2000. Le statistiche monetarie riferite alle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), compreso l'Eurosistema, sono contenute 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 indicate 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. La tavola 2.5 riporta una scomposizione per settore e per scadenza, su base trimestrale, dei prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro. La tavola 2.6 riporta un'analisi trimestrale dei depositi di residenti nell'area dell'euro presso le IFM. La tavola 2.7 fornisce un'analisi trimestrale delle attività e passività delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro. La tavola 2.8 contiene una scomposizione per valuta, su base trimestrale, di alcune voci di bilancio delle IFM. 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 (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Money and Banking Statistics Compilation Guide* (IME, aprile 1998) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono 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 3.1 alla 3.3) 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 3.4) si veda la nota a piè della relativa pagina.

Le statistiche sulle emissioni, i rimborsi e le consistenze di titoli sono riportate nella tavola 3.5; una scomposizione per settore di appartenenza degli emittenti di titoli denominati in euro, sia residenti sia non residenti nell'area dell'euro, è riportata nella tavola 3.6. I totali della tavola 3.6 (colonne 1, 7 e 14) sono identici con i dati relativi ai titoli denominati in euro riportati nella tavola 3.5 (colonne 8, 16 e 20 per le consistenze; colonne 5, 13 e 17 per le emissioni lorde; colonne 7, 15 e 19 per le emissioni nette). Le consistenze dei titoli emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 3.6) sono in linea di massima confrontabili con quelli relativi ai titoli di mercato monetario e alle obbligazioni emesse dalle IFM che compaiono nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2.8.3, colonne 2 e 10), nonostante il grado di copertura delle statistiche sulle emissioni di titoli sia, al momento, più limitato. Il riquadro 2 alle pagine 17-18 del Bollettino mensile di novembre 1999 fornisce ulteriori dettagli su queste statistiche.

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.

L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (cfr. tavola 4.1) è disponibile a partire dal 1995. Le stime relative a periodi precedenti tale data, basate su indici nazionali dei prezzi al consumo, non sono del tutto confrontabili. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. I dati dal gennaio 2000 comprendono il costo dei servizi per l'istruzione e la salute; per i periodi precedenti non sono, in generale, disponibili dati riferiti a tale base più estesa. Lo IAPC dal gennaio 2000 comprende anche le spese dei non residenti, che in alcuni Stati membri venivano in precedenza escluse dallo IAPC.

Riguardo alle statistiche sulla contabilità nazionale (cfr. tavole 4.2 e 5.1), con l'attuazione del Sistema europeo di contabilità nazionale (SEC 95) nel corso del 1999 e successivamente si è cominciato a porre le basi per ottenere dati pienamente confrontabili, compresi conti sintetici trimestrali per l'area dell'euro. Per i periodi precedenti il 1999 i deflatori del PIL riportati nella tavola 4.2.2 sono calcolati sulla base di dati nazionali in valuta nazionale. I dati di contabilità nazionale riportati in questo numero sono basati prevalentemente su SEC 95.

La tavola 5.2 riporta alcuni altri indicatori congiunturali. L'attuazione del Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine amplierà la gamma dei dati disponibili sull'area dell'euro.

I dati relativi alle inchieste congiunturali (cfr. tavola/figura 5.3) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea tra le imprese e i consumatori.

I dati sull'occupazione (cfr. tavola 5.4) sono basati su SEC 95. Poiché informazioni complete

per l'area dell'euro non erano disponibili in tempo per questo numero del Bollettino mensile, alcuni dati sono stime effettuate dalla BCE sulla base delle informazioni disponibili. I tassi di disoccupazione sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO).

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 per la ricerca finalizzata alla politica economica. L'intento era quello di fornire un insieme abbastanza esauriente, anche se non completo, di conti finanziari per l'area dell'euro sulla base di statistiche monetarie e bancarie, sulla bilancia dei pagamenti, sul mercato dei capitali, sulle imprese finanziarie diverse dalle IFM e sulla finanza pubblica, facendo uso anche dei dati di contabilità nazionale SEC 95. Nella tavola 6 sono riportati gli aggregati relativi all'area dell'euro basati sui conti della formazione del capitale e sui 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 di quest'anno.

La posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

La posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro viene presentata nella tavola 7 con riferimento a 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.

La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro (incluse le riserve), il commercio con l'estero (in beni) e i tassi di cambio

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (cfr. tavole da 8.1 a 8.5) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.) vengono generalmente 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 1º dicembre 1998 sugli obblighi di informazione statistica della Banca centrale europea (BCE/1998/17).

Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati fino al dicembre 1998 sono espressi in ECU. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti con la pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di bilancia dei pagamenti.

Alcuni dati relativi a periodi precedenti sono parzialmente stimati e potrebbero non essere del tutto confrontabili con le osservazioni più recenti. Ciò vale per i dati relativi al conto finanziario della bilancia dei pagamenti prima di fine 1998, il conto finanziario prima di fine 1997, il profilo mensile del conto dei redditi per gli anni 1997-1999 e alla posizione patrimoniale verso l'estero a fine 1997. La tavola 8.4.2 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Non è possibile, invece, ottenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro (cfr. tavola 8.6) sono compilate su base netta aggregando i dati nazionali. La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività connesse dell'Eurosistema sono riportate

nella tavola 8.6.2. I corrispondenti dati relativi alle riserve ufficiali e le attività connesse della BCE sono riportati separatamente nella tavola 8.6.3. I dati contenuti nelle tavole 8.6.2 ed 8.6.3 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. I dati sulle riserve ufficiali relativi a periodi anteriori a fine 1999 non sono del tutto confrontabili con quelli relativi ai periodi successivi.

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. L'indice di valore è calcolato dalla BCE. Quello di volume è ottenuto sulla base degli indici di valore unitario forniti da Eurostat e dell'indice di valore. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio con l'estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. tavole 8.1 e 8.2).

Nella tavola 10 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi nominali e reali dell'euro. I tassi di cambio bilaterali riportati sono quelli nei confronti delle 13 valute utilizzate dalla BCE per il calcolo del tasso di cambio effettivo "ristretto" dell'euro. Per tutte queste valute, con l'eccezione del dollaro di Hong Kong, di quello

di Singapore e del won coreano, i tassi di cambio bilaterali riportati sono i tassi di riferimento pubblicati dalla BCE. Si riportano due indici del tasso di cambio effettivo reale (deflazionati, rispettivamente, con i prezzi alla produzione e con i costi unitari del lavoro nell'industria manifatturiera) nei confronti dello stesso gruppo di 13 valute, e indici del tasso effettivo nominale e di quello reale (deflazionato con i prezzi al consumo) rispetto a un gruppo più ampio di 39 valute.

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. tavole/figure 12.1 e 12.2) 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

"-"	dati inesistenti
."	dati non ancora disponibili
"..."	zero o valore trascurabile
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema ¹⁾

4 gennaio 2000

La BCE annuncia che il 5 gennaio 2000 l'Eurosistema effettuerà una operazione di *fine-tuning* di assorbimento di liquidità con regolamento il giorno stesso. Tale operazione mira a ristabilire condizioni di liquidità normali nel mercato monetario dopo la transizione, avvenuta con successo, all'anno 2000.

5 gennaio 2000

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 3,0, 4,0 e 2,0 per cento rispettivamente.

15 gennaio 2000

Su richiesta delle autorità greche, i ministri degli Stati membri della Comunità europea che partecipano all'area dell'euro, la BCE e i ministri e i governatori delle banche centrali della Danimarca e della Grecia decidono, sulla base di una procedura comune, di rivalutare del 3½ per cento il tasso centrale della dracma greca nel Sistema monetario europeo (SME II), con effetto a decorrere dal 17 gennaio 2000.

20 gennaio 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3, al 4 e al 2 per cento, rispettivamente.

Annuncia inoltre che l'Eurosistema intende aggiudicare un ammontare pari a 20 miliardi di euro in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine che verranno effettuate nella prima metà del 2000. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro nella prima metà del 2000 e

del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

3 febbraio 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 0,25 punti percentuali, al 3,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 9 febbraio 2000. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale sia quello sui depositi presso le banche centrali di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 4,25 e al 2,25 per cento, entrambi a decorrere dal 4 febbraio 2000.

17 febbraio e 2 marzo 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,25 al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

16 marzo 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 0,25 punti percentuali, al 3,5 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 22 marzo 2000. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso le banche centrali di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 4,5 e al 2,5 per cento, entrambi a decorrere dal 17 marzo 2000.

¹⁾ Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate nel 1999, cfr. le pagg. 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE.

30 marzo e 13 aprile 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,5, al 4,5 e al 2,5 per cento, rispettivamente.

27 aprile 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 0,25 punti percentuali, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 4 maggio 2000. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso le banche centrali di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, entrambi a decorrere dal 28 aprile 2000.

11 maggio 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

25 maggio 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

8 giugno 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 0,50 punti percentuali, al 4,25 per cento, e di applicare

tale tasso nelle operazioni con regolamento il 15 e il 21 giugno 2000. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso le banche centrali di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, entrambi a decorrere dal 9 giugno 2000.

Il Consiglio direttivo della BCE annuncia che, a decorrere dall'operazione con regolamento il 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema verranno condotte mediante aste a tasso variabile, applicando la procedura d'asta a tasso multiplo. Il Consiglio direttivo decide di fissare per queste operazioni un tasso minimo di offerta, pari al 4,25 per cento. Il passaggio ad aste a tasso variabile per lo svolgimento delle operazioni di rifinanziamento principali non intende rappresentare una ulteriore modifica nell'orientamento della politica monetaria dell'Eurosistema, ma una risposta al forte eccesso di richieste che si è manifestato nel contesto dell'attuale procedura d'asta a tasso fisso.

19 giugno 2000

In base all'articolo 122 (2) del Trattato che istituisce la Comunità europea, il Consiglio Ecofin decide che la Grecia soddisfa i requisiti in base ai criteri stabiliti nell'articolo 121 (1), e abroga la deroga della Grecia con effetto dal 1° gennaio 2001. Il Consiglio ha preso tale decisione tenendo conto dei rapporti della Commissione europea e della BCE sui progressi conseguiti dalla Svezia e dalla Grecia nel soddisfacimento dei requisiti relativi alla partecipazione all'Unione economica e monetaria, dopo aver consultato il Parlamento europeo e dopo una discussione nell'ambito del Consiglio UE nella composizione dei Capi di Stato o di Governo.

Il Consiglio Ecofin, inoltre, con decisione presa con l'unanimità degli Stati membri della Comunità europea senza deroga e degli Stati membri interessati, su proposta della Commissione europea e sentita la BCE, adotta il rapporto irrevocabile di conversione tra la dracma greca e l'euro, con effetto dal 1° gennaio 2001. Successivamente alla determinazione del rapporto di

conversione della dracma (uguale al suo attuale tasso centrale nei confronti dell'euro negli accordi di cambio dello SME II), la BCE e la Banca di Grecia hanno annunciato che terranno sotto osservazione la convergenza del tasso di cambio di mercato della dracma nei confronti dell'euro verso il rapporto di conversione, che dovrebbe essere completata al più tardi entro il 29 dicembre 2000.

21 giugno 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quelli sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 5,25 e al 3,25 per cento rispettivamente; conferma anche che, come annunciato l'8 giugno 2000, le prossime operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema verranno condotte mediante aste a tasso variabile, applicando la procedura d'asta a tasso multiplo, con un tasso minimo di offerta pari al 4,25 per cento.

Il Consiglio direttivo annuncia inoltre che in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine che verranno effettuate nella seconda metà del 2000 l'Eurosistema intende aggiudicare un ammontare pari a 15 miliardi di euro. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno atteso di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro nella seconda metà dell'anno e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

6 luglio

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta per le operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso le banche centrali rimarranno invariati al 4,25, 5,25 e 3,25 per cento, rispettivamente.

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)

Scopo di questo elenco è quello di informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea. Le pubblicazioni sono disponibili gratuitamente presso la Divisione Stampa della BCE. 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 Internet (<http://www.ecb.int>).

Rapporto annuale

Rapporto annuale 1998, aprile 1999.

Rapporto annuale 1999, aprile 2000.

Rapporto sulla convergenza

Rapporto sulla convergenza 2000, maggio 2000.

Bollettino mensile

Articoli pubblicati dal 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.

Andamento di lungo periodo e variazioni cicliche dei principali indicatori economici nei paesi dell'area dell'euro, luglio 1999.

L'assetto istituzionale del Sistema europeo di banche centrali, luglio 1999.

Il ruolo internazionale dell'euro, agosto 1999.

I bilanci delle Istituzioni finanziarie monetarie dell'area dell'euro agli inizi del 1999, agosto 1999.

I differenziali d'inflazione in una unione monetaria, ottobre 1999.

I preparativi del SEBC per l'anno 2000, ottobre 1999.

Politiche orientate alla stabilità e andamento dei tassi di interesse reali a lungo termine negli anni novanta, novembre 1999.

TARGET e i pagamenti in euro, novembre 1999.

Gli strumenti giuridici della Banca centrale europea, novembre 1999.

L'area dell'euro un anno dopo l'introduzione della moneta unica: caratteristiche principali e mutamenti della struttura finanziaria, gennaio 2000.

Le riserve valutarie e le operazioni in valuta estera dell'Eurosistema, gennaio 2000.

L'Eurosistema e il processo di ampliamento della UE, febbraio 2000.

Il processo di consolidamento nel settore dei servizi di regolamento delle transazioni in titoli, febbraio 2000.

I tassi di cambio effettivi nominali e reali dell'euro, aprile 2000.

L'UEM e la vigilanza bancaria, aprile 2000.

Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria, maggio 2000.

Evoluzione e caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro nell'area dell'euro, maggio 2000.

Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali, luglio 2000.

La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, luglio 2000.

Invecchiamento della popolazione e politica di bilancio nell'area dell'euro, luglio 2000.

Working Papers

- 1 *A global hazard index for the world foreign exchange markets*, di V. Brousseau e F. Scacciavillani, maggio 1999.
- 2 *What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank*, di C. Monticelli e O. Tristani, maggio 1999.
- 3 *Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world*, di C. Dekten, maggio 1999.
- 4 *From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries*, di I. Angeloni e L. Dedola, maggio 1999.
- 5 *Core inflation: a review of some conceptual issues*, di M. Wynne, maggio 1999.
- 6 *The demand for M3 in the euro area*, di G. Coenen e J.-L. Vega, settembre 1999.
- 7 *A cross-country comparison of market structures in European banking*, di O. de Bandt e E. P. Davis, settembre 1999.
- 8 *Inflation zone targeting*, di A. Orphanides e V. Wieland, ottobre 1999.
- 9 *Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models*, di G. Coenen, gennaio 2000.
- 10 *On the effectiveness of sterilised foreign exchange intervention*, di R. Fatum, febbraio 2000.
- 11 *Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?*, di J. M. Berk e P. van Bergeijk, febbraio 2000.
- 12 *Indicator variables for optimal policy*, di L. E. O. Svensson e M. Woodford, febbraio 2000.
- 13 *Monetary policy with uncertain parameters*, di U. Söderström, febbraio 2000.
- 14 *Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty*, di G. D. Rudebusch, febbraio 2000.

- 15 *The quest for prosperity without inflation*, di A. Orphanides, marzo 2000.
 - 16 *Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model*, di P. Hördahl, marzo 2000.
 - 17 *Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment*, di S. Fabiani e R. Mestre, marzo 2000.
 - 18 *House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis*, di M. Iacoviello, aprile 2000.
 - 19 *The euro and international capital markets*, di C. Detken e P. Hartmann, aprile 2000.
 - 20 *Convergence of fiscal policies in the euro area*, di O. De Bandt e F. P. Mongelli, maggio 2000.
 - 21 *Firm size and monetary policy transmission: evidence from German business survey data*, di M. Ehrmann, maggio 2000.
 - 22 *Regulating access to international large-value payment systems*, di C. Holthausen e T. Rønde, giugno 2000.
 - 23 *Escaping Nash inflation*, di In-Koo Cho e T. J. Sargent, giugno 2000.
-

Altre pubblicazioni

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 1999.

Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, febbraio 1999.

Euro area monetary aggregates: conceptual reconciliation exercise, luglio 1999.

The effects of technology on the EU banking system, luglio 1999.

Payment systems in countries that have applied for membership of the European Union, agosto 1999.

Rendere più efficienti i pagamenti transfrontalieri al dettaglio – La posizione dell'Eurosistema, settembre 1999.

Compendium: collection of legal instruments, June 1998 – May 1999, ottobre 1999.

European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 1999.

Money and Banking Statistics Compilation Guide, Addendum I: Money market paper, novembre 1999.

Money and Banking Statistic Sector Manual, seconda edizione, novembre 1999.

Report on the legal protection of banknotes in the European Union Member States, novembre 1999.

Correspondent central banking model (CCBM), novembre 1999.

Cross-border payments in TARGET: A users' survey, novembre 1999.

Money and Banking Statistics: Series keys for the exchange of balance sheet items time series, novembre 1999.

Money and Banking Statistics: Handbook for the compilation of flow statistics, dicembre 1999.

Payment systems in the European Union: Addendum incorporating 1998 figures, febbraio 2000.

Interlinking: Data dictionary, Version 2.02, marzo 2000.

Asset prices and banking stability, aprile 2000.

EU banks' income structure, aprile 2000.

Opuscoli informativi

TARGET, luglio 1998.

Le banconote e le monete in euro, luglio 1999.

TARGET: Facts, figures, future, settembre 1999.

The European Central Bank, giugno 2000.