



BANCA CENTRALE EUROPEA

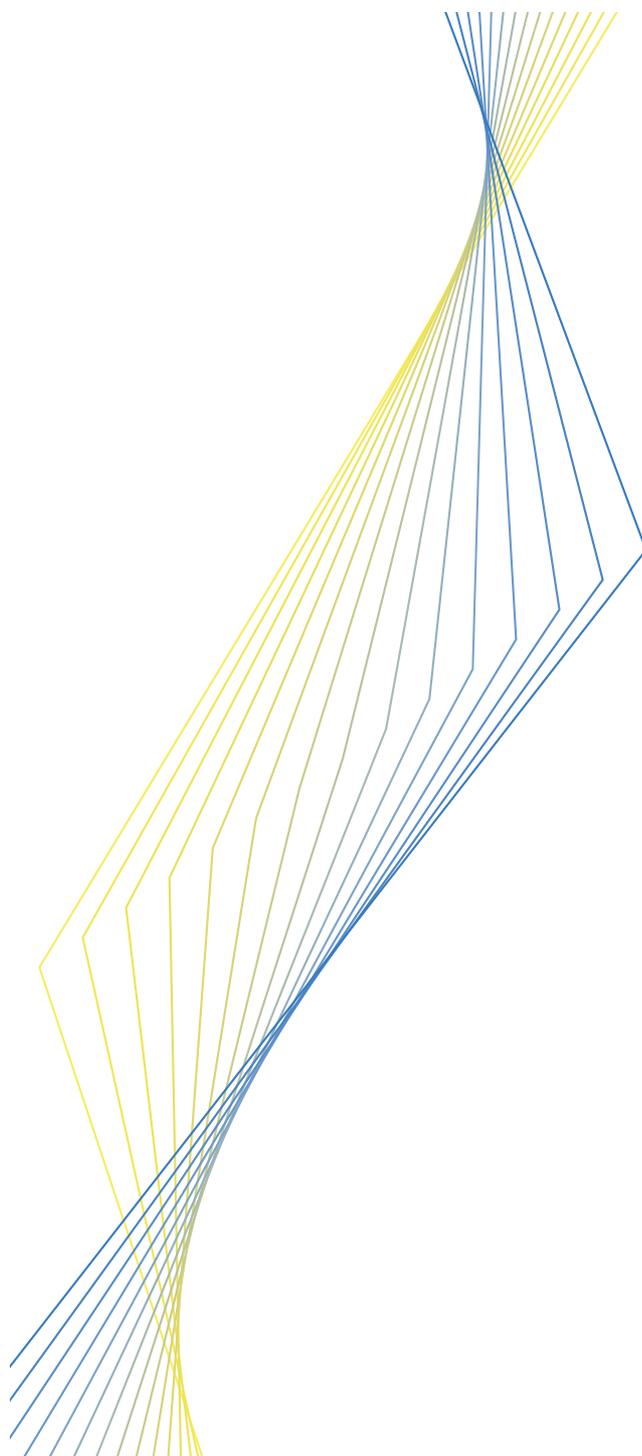
ECB EZB EKT BCE EKP

**BOLLETTINO
MENSILE**

Marzo 1999



BANCA CENTRALE EUROPEA



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

Marzo 1999

© **Banca Centrale Europea, 1999**

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

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

Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

Tutti i diritti riservati.

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 4 marzo 1999.

ISSN 1561-0136

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

Indice

Editoriale	5
Evoluzione economica nell'area dell'euro	9
Statistiche dell'area dell'euro	1*
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	37*
Il sistema TARGET (sistema automatizzato di regolamento lordo in tempo reale tra i paesi dell'Unione europea)	39*
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)	41*

Siglarlo

Paesi

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

Altre

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

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

L'Eurosistema ha assunto la responsabilità di condurre la politica monetaria unica in un momento in cui i tassi di inflazione erano compatibili con la stabilità dei prezzi e le prospettive per il mantenimento di tale stabilità erano favorevoli. Nei primi due mesi del 1999 il quadro complessivo è rimasto fondamentalmente invariato, riflettendo l'assenza di significative pressioni al rialzo o al ribasso dei prezzi che avrebbero giustificato una modifica nell'orientamento della politica monetaria.

In questo contesto, l'Eurosistema ha condotto, sin dall'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM), tutte le sue operazioni di rifinanziamento principali sotto forma di aste a tasso fisso, a un tasso d'interesse del 3 per cento. Al termine della riunione tenuta il 4 marzo 1999, l'ultima prima della pubblicazione di questa edizione del Bollettino, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che avrebbe mantenuto il tasso di rifinanziamento principale al 3 per cento anche per le operazioni con regolamento il 10 e il 17 marzo 1999. Inoltre, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse applicabili ai depositi overnight presso la banca centrale e alle operazioni di rifinanziamento marginale, al 2,0 per cento e al 4,5 per cento rispettivamente.

Tali decisioni sono state adottate nel quadro della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità, che poggia su due pilastri: il primo assegna un ruolo di primo piano alla moneta, mentre il secondo consiste in una valutazione di ampio respiro delle prospettive future sia dell'andamento dei prezzi sia dei rischi per la loro stabilità, formulata utilizzando indicatori finanziari e altri indicatori economici.

Per quanto attiene al primo pilastro, nel dicembre 1998 il Consiglio direttivo ha annunciato un valore di riferimento del 4½ per cento per il tasso di crescita dell'aggregato monetario ampio M3. Poiché i dati mensili sugli aggregati monetari possono essere soggetti a una certa variabilità, il Consiglio direttivo ha deciso di concentrare l'attenzione, nella formulazione della propria strategia, su una media mobile trimestrale dei tassi di crescita sui 12 mesi di tale aggregato monetario piuttosto che

sui risultati relativi a un singolo mese. L'ultima media mobile trimestrale del tasso di espansione di M3 (relativa al periodo novembre 1998 - gennaio 1999) è stata pari al 4,9 per cento; tale valore, pur essendo superiore al 4,6 per cento registrato nei tre mesi fino a dicembre 1998, è ancora vicino al tasso di riferimento del 4½ per cento.

I dati monetari relativi a gennaio 1999 hanno mostrato un incremento nel tasso di espansione sui 12 mesi di M3, dal 4,5 per cento al 5,7 per cento. L'accelerazione di M3 è dovuta in ampia misura a un aumento significativo del ritmo di crescita dei depositi in conto corrente. Tale aumento è attribuibile per lo più ai bassi livelli dei tassi d'interesse a breve e a lungo termine e al clima di stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, nonché a fattori tecnici collegati all'avvio della Terza fase dell'UEM e all'introduzione dell'euro. In tale contesto, e alla luce dell'incertezza legata a fattori specifici connessi con l'avvio della Terza fase, il Consiglio direttivo non ha considerato l'accelerazione di M3 nel gennaio 1999 come un segno di imminenti pressioni inflazionistiche. Tuttavia, nei prossimi mesi sarà necessaria un'osservazione attenta degli sviluppi monetari, volta a fornire indicazioni più decisive riguardo alle cause sottostanti la crescita di M3 e alla natura permanente o transitoria di tale crescita.

Un altro aspetto degno di nota che ha contraddistinto la situazione monetaria nel primo mese della Terza fase è stata l'ulteriore accelerazione del credito al settore privato (il tasso di crescita sui 12 mesi ha raggiunto il 10,5 per cento nel gennaio 1999, rispetto al 9,1 per cento del dicembre 1998). Ciò è in parte riconducibile al fatto che i costi dei prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie nell'area dell'euro sono stati raramente così favorevoli come in questo momento.

Per quanto riguarda il secondo pilastro della strategia di politica monetaria, gli indicatori finanziari e gli altri indicatori economici hanno recentemente fornito segnali contrastanti. Il costante declino dei tassi a lungo termine, che aveva caratterizzato gran parte del 1998 e il mese di gennaio 1999, ha subito una battuta d'arresto in febbraio. Tra la fine di gennaio e il 4

marzo 1999 i rendimenti obbligazionari sono risaliti, principalmente sotto l'impulso di fattori globali. Di conseguenza, la curva dei rendimenti dell'area dell'euro si è spostata verso l'alto lungo tutto l'arco delle scadenze, in particolare per il segmento a lungo termine, mentre si è ampliato il differenziale fra il rendimento dei titoli di Stato non indicizzati e quello dei titoli indicizzati all'inflazione, di scadenza analoga, emessi nell'area dell'euro.

Tra i fattori interni all'origine di tali sviluppi sui mercati finanziari potrebbero esservi le accresciute incertezze circa il sostegno dei governi a una politica monetaria orientata alla stabilità e l'evoluzione futura delle politiche di bilancio nell'area dell'euro. In particolare, non è chiaro se i requisiti del Patto di stabilità e crescita saranno soddisfatti nel prossimo futuro oppure se, al contrario, vi sia il rischio che i rapporti disavanzo pubblico/PIL raggiungano o superino il valore di riferimento del 3 per cento. Questa edizione trimestrale del Bollettino esamina in dettaglio l'attuale situazione della finanza pubblica nell'area dell'euro nella sezione *Evoluzione economica nell'area dell'euro*.

Dagli ultimi dati sugli indicatori congiunturali per l'area dell'euro sono emersi segni di un sensibile rallentamento dell'attività economica nel quarto trimestre 1998. La crescita del PIL in termini reali nel quarto trimestre del 1998, secondo le stime preliminari prodotte da Eurostat, è stata dello 0,2 per cento (sul trimestre precedente), a fronte dello 0,7 per cento nel terzo trimestre. La produzione nel settore manifatturiero è regredita di quasi l'1 per cento nel quarto trimestre (sempre rispetto al trimestre precedente). In aggiunta, una valutazione degli indicatori anticipatori o coincidenti conferma che il deterioramento del clima di fiducia delle imprese è proseguito nel 1999. Al tempo stesso, dai dati relativi al mese di febbraio pubblicati dalla Commissione europea si evince che il clima di fiducia dei consumatori è rimasto invariato rispetto al massimo storico osservato agli inizi dell'anno.

Il tasso di disoccupazione standardizzato nell'area dell'euro è diminuito leggermente, collocandosi al 10,6 per cento nel mese di gennaio

dopo essere rimasto stabile al 10,7 per cento da ottobre a dicembre 1998. La situazione, tuttavia, è diversa a seconda dei settori economici. Secondo l'indagine sul clima di fiducia delle imprese effettuata dalla Commissione europea, le aspettative di occupazione nei settori delle costruzioni e delle vendite al dettaglio sono rimaste sostanzialmente favorevoli fino al febbraio 1999. Per contro, gli ultimi dati disponibili sulle aspettative occupazionali nel comparto manifatturiero indicano un deterioramento rispetto allo scorso autunno.

Più di recente, dagli andamenti esterni all'area dell'euro sono emersi alcuni segnali di miglioramento, sebbene permangano incertezze circa la loro influenza sull'area dell'euro. In particolare, gli ultimi dati disponibili confortano la percezione di una perdurante forte crescita del prodotto negli Stati Uniti ed evidenziano segni di ripresa economica in alcuni paesi asiatici. D'altro canto, gli sviluppi della situazione economica in Brasile, dopo la crisi del gennaio 1999, hanno continuato a rappresentare una fonte di preoccupazione. In Giappone le prospettive di crescita economica sono rimaste depresse.

I recenti andamenti dei prezzi nell'area dell'euro non sembrano segnalare rischi per la loro futura stabilità; il tasso di inflazione nell'area dell'euro, misurato dalle variazioni dello IAPC, si è attestato sullo 0,8 per cento nel mese di gennaio 1999, rimanendo invariato rispetto al livello registrato nei mesi di novembre e dicembre 1998. Ciò è attribuibile al fatto che il minor ritmo di incremento dei prezzi dei servizi è stato controbilanciato da un leggero aumento del tasso di crescita dei prezzi dei beni, originato principalmente da una più moderata caduta dei prezzi dei prodotti energetici a gennaio 1999.

Tenendo conto di tutti gli indicatori rilevanti, le prospettive per la stabilità dei prezzi sono nel complesso rimaste favorevoli. Alla luce della recente evoluzione degli indicatori dell'economia reale, e considerando il livello attuale dei tassi d'inflazione misurati dalle variazioni dello IAPC, non sembrano esservi seri rischi che la crescita dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo superi il limite del 2% nel prossimo futuro. Nel contempo, le prospettive circa i rischi di pres-

sioni al rialzo o al ribasso dei prezzi sono rimaste, nel complesso, fondamentalmente invariate. Tra i fattori in grado di esercitare pressioni al ribasso vi è il rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro. Sussiste inoltre il rischio che un persistente declino dei prezzi alla produzione dei beni industriali possa provocare ulteriori pressioni al ribasso sui prezzi al consumo. Per quanto concerne le pressioni al rialzo, alcuni recenti accordi salariali indicano che la crescita moderata, o persino negativa, del costo del lavoro per unità di prodotto osservata nel 1998 potrebbe non proseguire in futuro. Inoltre, l'indebolimento dell'euro, attraverso le sue ripercussioni sull'attività economica e sul costo delle importazioni, potrebbe esercitare una certa pressione al rialzo sui prezzi industriali e al consumo. Infine, un eventuale allentamento delle politiche di bilancio rappresenterebbe una fonte di preoccupazione e l'andamento degli aggregati monetari non segnala alcuna tendenza al ribasso. Considerati nel loro insieme, tutti questi fattori concorrono a suggerire un orientamento invariato della politica monetaria.

L'attuale orientamento della politica monetaria è appropriato non solo per mantenere la stabilità dei prezzi, ma anche per sostenere la crescita economica e l'occupazione. I bassi livelli dei tassi d'interesse a breve termine, sia nominali sia reali, mostrano che vi è stata una significativa riduzione rispetto ai livelli prevalenti un anno fa. Nel contempo, i tassi d'interesse a lungo termine nominali e reali, anche dopo l'incremento nel febbraio 1999, si collocano tuttora su livelli relativamente bassi se considerati rispetto all'esperienza storica e nel confronto internazionale. Inoltre, il fatto che il credito al settore privato si stia espandendo a un ritmo sostenuto e crescente suggerisce che nell'attuale congiuntura le condizioni finanziarie per le famiglie e le imprese sono estremamente favorevoli. Tuttavia, per far sì che questo favorevole contesto si traduca in maggiori investimenti, in una più rapida crescita del prodotto e in una minore disoccupazione, è necessario sostenere la fiducia degli operatori. Occorre dare priorità alla rimozione degli ostacoli di natura strutturale a un più elevato livello di attività economica nell'area dell'euro.

Evoluzione economica nell'area dell'euro

I Gli andamenti monetari e finanziari

Le decisioni di politica monetaria assunte dal Consiglio direttivo della BCE

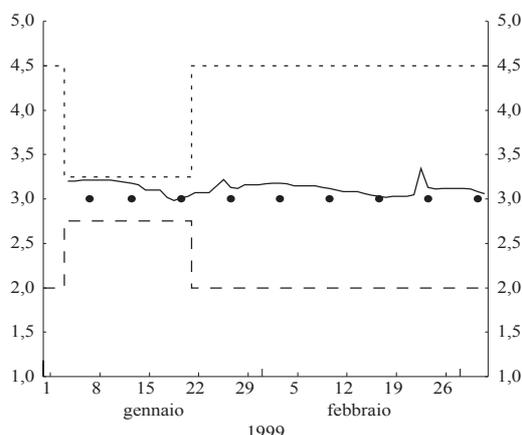
Nei primi due mesi della Terza fase dell'UEM il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di effettuare le operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema tramite aste a tasso fisso a un tasso del 3 per cento. Tale livello è identico a quello raggiunto dai tassi di riferimento delle banche centrali nazionali verso la fine del 1998. Al termine della propria riunione del 4 marzo 1999, il Consiglio direttivo ha annunciato che avrebbe mantenuto al 3 per cento il tasso per le operazioni di rifinanziamento principali in regolamento il 10 e il 17 marzo 1999. Nella stessa occasione, ha deciso inoltre di mantenere invariati i tassi di interesse sui depositi presso l'Eurosistema e per le operazioni di rifinanziamento marginale, rispettivamente al 2,0 e al 4,5 per cento. Come illustrato in dettaglio nell'Editoriale di questo Bollettino, tali decisioni sono state ritenute appropriate alla luce di una valutazione complessiva favorevole delle prospettive di stabilità dei prezzi nell'area dell'euro nel medio periodo.

Figura I

Tassi di interesse della BCE e tasso overnight

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

- - - tasso di rifinanziamento marginale
- - - tasso sui depositi
- tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali
- tasso overnight (EONIA)



Fonte: BCE.

La crescita monetaria è stata influenzata dalla transizione alla Terza fase dell'UEM

Nel gennaio 1999 il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito al 5,7 per cento, dal 4,5 del dicembre 1998. Poiché i dati mensili degli aggregati monetari possono essere caratterizzati da un comportamento erratico, nel dicembre 1998 il Consiglio direttivo, nel valutare gli andamenti monetari rispetto al valore di riferimento di M3, decise di utilizzare una media mobile trimestrale dei tassi di crescita sui dodici mesi. La media più recente (relativa al periodo novembre-gennaio) è stata pari al 4,9 per cento, un valore superiore di 0,3 punti percentuali a quello registrato nel periodo ottobre-dicembre, ma comunque prossimo al valore di riferimento del 4½ per cento fissato dal Consiglio direttivo per la crescita di M3.

Il tasso di crescita sui dodici mesi registrato in gennaio è il più alto dal giugno del 1996; in questo periodo M3 ha mantenuto un ritmo di crescita relativamente stabile, in un fascia compresa tra il 3,5 e il 5,5 per cento. L'accelerazione di M3 nel gennaio di quest'anno è attribuibile al forte incremento del tasso di crescita dei depositi in conto corrente (18,3 per cento sui dodici mesi, rispetto all'11,4 di dicembre), a fronte di un moderato rallentamento delle altre forme di deposito incluse in M3 e di un'ulteriore contrazione degli strumenti negoziabili compresi nell'aggregato.

L'elevata dinamica dei conti correnti ha determinato una maggiore crescita di M1, salita al 14,9 per cento in gennaio, un valore significativamente più elevato del 9,4 per cento registrato in dicembre. Come nel 1998, l'elevato tasso di crescita dei conti correnti nel gennaio di quest'anno si spiega principalmente con il livello storicamente basso dei tassi di interesse nominali e reali, in un contesto di stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Entrambi i fattori hanno contribuito a ridurre il costo opportunità di detenere depositi a breve termine, aumentandone pertanto l'attrattiva. L'espansione dei conti correnti può tuttavia avere rispecchiato in gennaio

anche un atteggiamento di cautela da parte degli investitori nell'area dell'euro, in un clima di incertezza determinato, da una parte, dal processo di adeguamento al nuovo contesto della Terza fase dell'UEM, dall'altra dall'elevato livello di volatilità sui mercati finanziari internazionali, legato alla situazione dell'America Latina. L'accelerazione dei conti correnti in gennaio, inoltre, può aver riflesso fattori tecnici collegati all'avvio della Terza fase e all'introduzione dell'euro che, nel breve periodo, possono aver stimolato la domanda di scorte liquide.

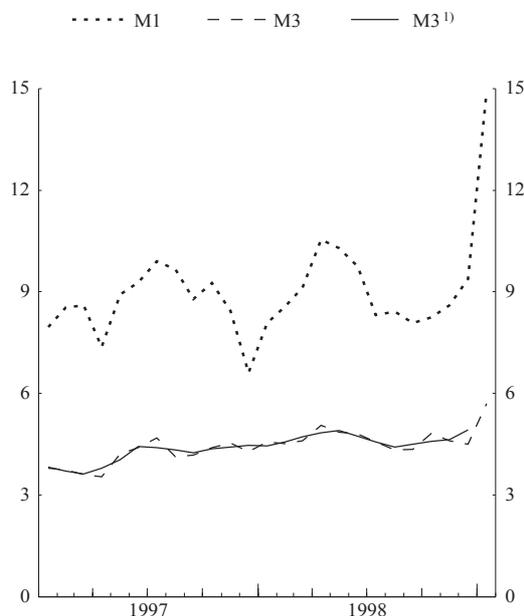
Data l'incertezza associata alla presenza di fattori eccezionali all'avvio della Terza fase, non sarebbe pertinente considerare l'accelerazione dei conti correnti come un segnale di incipienti pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro. Tuttavia, si dovrà rivolgere la dovuta attenzione all'andamento di questa componente di M3 a mano a mano che, con il passare del tempo, l'influenza di questi fattori eccezionali si ridurrà.

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle altre forme di deposito incluse in M3 è sceso al 2,2 per cento a gennaio, dal 2,9 di dicembre. Ciò ha riflesso un'ulteriore flessione della crescita dei depositi con scadenza originaria fino a due anni e un tasso di incremento stabile di quelli rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. Risentendo del forte sviluppo dell'aggregato monetario ristretto, il tasso di incremento sui dodici mesi dell'aggregato intermedio M2 ha subito un significativo aumento, dal 5,8 per cento di dicembre al 7,6 di gennaio.

Infine, è proseguita in gennaio la tendenza alla contrazione degli strumenti negoziabili inclusi in M3. Il tasso di variazione sui dodici mesi di questa componente è sceso al -5,8 per cento, dal -3,5 di dicembre. Ciò ha riflesso andamenti di segno opposto delle singole sotto-componenti. Da un lato, si è registrata una maggiore crescita sui dodici mesi delle quote di fondi d'investimento monetario e dei titoli di mercato monetario (8,2 per cento, contro il 3,1 di dicembre); dall'altro, si sono ulteriormente contratti i pronti contro termine (-20 per cento, rispetto al -13,3 per cento di dicembre) e le obbligazioni con scadenza fino a due anni (-22,5 per cento, rispetto al -3,7 del mese precedente).

Figura 2

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



Fonte: BCE.

1) Media mobile centrata di tre mesi.

Rimane sostenuta la crescita del credito

Tra le contropartite di M3, il credito totale ai residenti nell'area dell'euro ha registrato un'ulteriore accelerazione, che ha portato il tasso di crescita sui dodici mesi al 7,8 per cento in gennaio, dal 7 di dicembre. Questo incremento è spiegato da quello del credito al settore privato, il cui tasso di crescita sui dodici mesi ha raggiunto il 10,5 per cento in gennaio, dal 9,1 del mese precedente.

Il ritmo di crescita sostenuto e in aumento del credito, già osservato nel 1998, può collegarsi a diversi fattori, il più importante dei quali è la significativa riduzione subita negli ultimi anni dai tassi sugli impieghi nell'area dell'euro. Le condizioni per le erogazioni di prestiti bancari alle imprese non finanziarie e alle famiglie sono state raramente così favorevoli nell'area come all'inizio del 1999. Inoltre, la crescita sostenuta di alcune delle economie dell'area durante il 1998 ha contribuito al maggiore incremento dei prestiti al settore privato. Infine, il forte aumento dei prezzi dei terreni e delle case in alcuni paesi dell'area ha concorso ad accrescere la domanda di prestiti ipotecari.

Viceversa, è rimasto molto contenuto il tasso di crescita sui dodici mesi del credito al settore pubblico, che a gennaio è stato pari allo 0,8 per cento (1,5 a dicembre): i prestiti al settore pubblico sono aumentati del 2,2 per cento (-0,1 a dicembre), mentre le obbligazioni del settore pubblico detenute dalle IFM sono diminuite a un tasso di -0,1 per cento a gennaio, rispetto a un aumento del 2,7 per cento a dicembre.

Tra le altre contropartite di M3, le passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (che comprendono i depositi a più lungo termine, le obbligazioni emesse dalle IFM, il capitale e le riserve) si sono sviluppate a un tasso sui dodici mesi del 5,1 per cento a gennaio (contro il 2,4 di dicembre). La maggiore crescita di questa componente è spiegata principalmente dal più forte incremento del capitale e delle riserve e delle obbligazioni con scadenza superiore ai due anni. L'aumento relativamente elevato di queste ultime potrebbe essere dovuto al fatto che, dall'avvio della Terza fase, questi strumenti non sono più soggetti alla riserva obbligatoria, a differenza di quanto avveniva in alcuni paesi dell'area dell'euro fino alla fine del 1998.

Infine, il tasso di crescita sia delle attività sia delle passività con l'estero delle IFM è aumentato significativamente a gennaio. Ciò è in parte dovuto ai saldi lordi, per un ammontare pari a circa 75 miliardi di euro, detenuti temporaneamente da istituzioni di credito dell'area dell'euro nei confronti di istituzioni finanziarie non appartenenti all'area, in connessione con il funzionamento del sistema TARGET; questi saldi lordi, che non hanno una rilevanza economica, sono rientrati in febbraio. Nel complesso, e considerando dati non stagionalizzati, a gennaio la posizione netta verso l'estero delle IFM si è deteriorata di 35,6 miliardi di euro rispetto al livello del dicembre 1998.

Il tasso di interesse overnight ha oscillato al di sopra del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali

Il tasso di interesse overnight, misurato dall'EONIA (euro overnight index average, una media ponderata dei tassi dei contratti overnight senza garanzia, comunicati da un gruppo di ban-

che selezionate tra le principali dell'area), ha oscillato per gran parte dei primi due mesi della Terza fase lievemente al di sopra del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Euro-sistema (cfr. fig. 1). Come risulta dalla figura 3, queste fluttuazioni hanno sostanzialmente riflesso l'andamento della posizione cumulativa di riserva degli istituti di credito, misurata dalla differenza tra l'ammontare cumulato delle riserve da essi detenute presso l'Eurosistema e l'obbligo di riserva aggregato. Viceversa, non vi è stato un legame significativo tra i movimenti del tasso di interesse overnight e le fluttuazioni giornaliere di carattere transitorio delle riserve. Ciò indica che gli istituti di credito hanno fatto un uso efficace del meccanismo di mobilitazione della riserva sin dall'inizio del primo periodo di mantenimento della Terza fase, compreso tra il 1° gennaio e il 23 febbraio 1999, il che ha permesso loro di smorzare la maggior parte delle fluttuazioni giornaliere della liquidità disponibile sul mercato (dovute, per esempio, alle variazioni dei conti del Tesoro con le BCN o alle variazioni nella domanda di banconote; cfr. la parte superiore della figura 4).

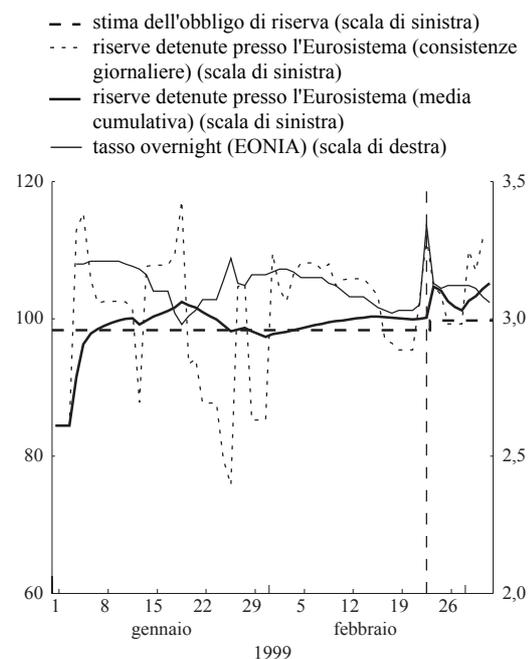
In un sistema di riserva obbligatoria con un meccanismo di mobilitazione, la variabilità del tasso di interesse overnight è tipicamente più alta l'ultimo giorno del periodo di mantenimento, poiché solo in quel giorno l'obbligo di riserva diviene cogente. In effetti, il 23 febbraio il tasso di interesse overnight è aumentato di circa 30 punti base rispetto al livello del giorno precedente, al 3,34 per cento. Nello stesso giorno, l'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale è stato superiore a 23 miliardi di euro, indicando che molte istituzioni di credito hanno avuto all'ultimo momento necessità di reperire fondi per adempiere ai propri obblighi di riserva. Va tuttavia notato che il rapido aumento del tasso di interesse overnight e il ricorso al rifinanziamento marginale sono avvenuti in un contesto caratterizzato da una posizione di riserva in eccesso del sistema bancario nel suo complesso. Se misurato sull'intero primo periodo di mantenimento, l'ammontare medio giornaliero dei saldi dei conti correnti è stato pari a 100,2 miliardi di euro (cfr. tav. 1). Di questo ammontare, quasi 1 miliardo corrisponde a scorte non utilizzabili per soddisfare gli obblighi di riserva, detenute dagli istituti di credito per fini

connessi principalmente alla partecipazione ai sistemi di pagamento. I rimanenti 99,3 miliardi corrispondono a riserve utilizzabili, ossia conti correnti di istituti di credito soggetti all'obbligo di riserva. Di questi ultimi, circa 1,1 miliardi rappresentano riserve detenute in eccesso rispetto a tale obbligo. In linea di principio, queste riserve in eccesso avrebbero potuto essere scambiate sul mercato monetario o depositate presso l'Eurosistema. L'ammontare di riserve in eccesso potrà ridursi col tempo, a mano a mano che gli istituti di credito si adatteranno al funzionamento del quadro operativo dell'Eurosistema.

La tavola I, che è stata analizzata in dettaglio nel Bollettino di febbraio (pag. 12), fornisce un quadro d'insieme dei fattori che hanno contribuito alla liquidità del sistema bancario durante il primo periodo di mantenimento della Terza fase (i valori riportati nella tavola si riferiscono a medie giornaliere). La tavola mostra che, durante il primo periodo di mantenimento, circa due terzi della liquidità

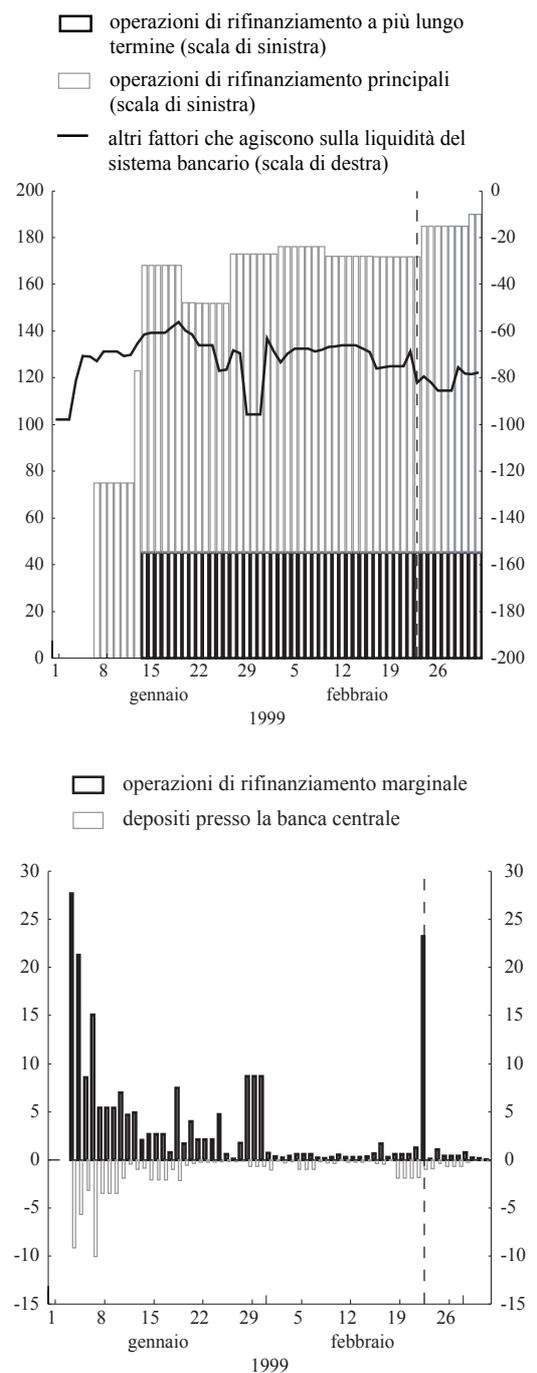
fornita dagli strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema è stata offerta attraverso le operazioni di rifinanziamento principali (104,6 miliardi di euro). L'ammontare di liquidità offerta

Figura 3
Liquidità bancaria e tasso interbancario overnight
(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.
Nota: il tasso overnight è espresso in punti percentuali in ragione d'anno. La linea verticale tratteggiata indica l'ultimo giorno del primo periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

Figura 4
Fattori che concorrono a determinare la posizione di liquidità del sistema bancario
(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.
Nota: la linea verticale tratteggiata indica l'ultimo giorno del primo periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

con l'unica operazione di rifinanziamento a più lungo termine effettuata nel periodo è stata pari a 45 miliardi di euro, ma, poiché tale operazione è stata regolata il 14 gennaio, l'ammontare medio giornaliero fornito con questa operazione è stato soltanto di 34,2 miliardi. Il ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento attivabili su iniziativa delle controparti, calcolato come differenza tra il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale e a quelle di deposito, è stato in media di 2,4 miliardi di euro. Come si può osservare nella parte inferiore della figura 4, il ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti si è ridotto notevolmente nel tempo: da quando il corridoio dei tassi di interesse su queste operazioni è stato ampliato, il 22 gennaio 1999, importi di dimensione rilevante sono stati presi a prestito o depositati solo in occasione di un malfunzionamento del sistema TARGET (il 29 gennaio) e dell'ultimo giorno del primo periodo di mantenimento (23 febbraio). Infine, le operazioni di politica monetaria effettuate dalle BCN durante il 1998, poi giunte

gradualmente a scadenza durante le prime settimane di gennaio, hanno fornito al sistema bancario un ammontare medio di liquidità pari a 30,6 miliardi di euro durante il primo periodo di mantenimento.

Per la necessità di avviare gradualmente il quadro operativo dell'Eurosistema, la durata del primo periodo di mantenimento nella Terza fase è stata, in via eccezionale, di 54 giorni. I successivi periodi di mantenimento avranno la durata di un mese intero, con inizio il ventiquattresimo giorno di ciascun mese e fine il ventitreesimo giorno di quello successivo. Nelle prime due operazioni di rifinanziamento principali durante il periodo di mantenimento cominciato il 24 febbraio 1999, l'Eurosistema ha fornito un volume di liquidità maggiore rispetto a quello delle precedenti operazioni dello stesso tipo, ma ha mantenuto costante il volume in essere delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. La maggiore offerta di liquidità ha tenuto conto, in qualche misura, del fatto che si prevede che l'obbligo di

Tavola I

Determinanti della posizione di liquidità del sistema bancario

(miliardi di euro)

Medie giornaliere nel primo periodo di mantenimento (1° gennaio - 23 febbraio 1999)

	Creazione di liquidità	Distruzione di liquidità	Contributo netto
Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema			
Operazioni di rifinanziamento principali	104,6	-	+ 104,6
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	34,2	-	+ 34,2
Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	3,8	1,3	+ 2,4
Altre operazioni	0,0	0,0	0,0
Operazioni di politica monetaria della Seconda fase (netto) ¹⁾	30,6	0,0	+ 30,6
TOTALE (a)	173,2	1,3	+ 171,8
Altri fattori che agiscono sulla liquidità del sistema bancario			
Circolante	-	329,3	- 329,3
Conti delle Amm. pubbliche presso l'Eurosistema	-	41,1	- 41,1
Posizione netta verso l'estero (incluso l'oro)	328,2	-	+ 328,2
Altri fattori (netto)	-	29,4	- 29,4
TOTALE (b)	328,2	399,8	- 71,6
Saldo dei conti correnti detenuti dagli istituti di credito presso l'Eurosistema (c) = (a) + (b)			
			100,2
di cui: utilizzabili per soddisfare l'obbligo di riserva	(d)		99,3
Obbligo di riserva	(e)		98,3
Riserve in eccesso (f) = (d) - (e)			1,1

La quadratura dei totali potrebbe non essere esatta a causa di arrotondamenti.

1) Operazioni di politica monetaria effettuate dalle banche centrali nazionali nella Seconda fase e in essere all'inizio della Terza fase (ad esclusione delle operazioni definitive e dell'emissione di certificati di debito).

riserva nel secondo periodo di mantenimento sarà maggiore che nel primo (per effetto della crescita dei conti correnti in gennaio), sia delle previsioni sugli altri fattori che influenzano la posizione di liquidità del sistema bancario.

Il tasso di interesse a tre mesi si è mantenuto sostanzialmente stabile

Il tasso di interesse di mercato a tre mesi è diminuito per tutto il 1998 e si è stabilizzato nella seconda metà di gennaio del 1999. Tra quel periodo e il 4 marzo il tasso EURIBOR a tre mesi ha subito oscillazioni contenute attorno a un livello del 3,10 per cento; il 4 marzo, ultimo giorno a cui si riferiscono i dati contenuti in questo Bollettino, esso si collocava al 3,11 per cento, leggermente al di sopra del livello di fine gennaio e circa 13 punti base al di sotto di quello dell'inizio dell'anno (cfr. fig. 5). La relativa stabilità del tasso a tre mesi dalla metà di gennaio indica che i movimenti temporanei del tasso overnight, in particolare alla fine del periodo di mantenimento (23 febbraio), non si sono trasmessi alle scadenze più lunghe.

Il tasso di aggiudicazione per la seconda operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema, effettuata con asta a tasso variabile e regolata il 25 febbraio con scadenza a tre mesi, è stato pari al 3,04 per cento. Poiché l'importo dell'operazione era stato preannunciato dall'Eurosistema, il tasso di aggiudicazione ha rispecchiato le condizioni di mercato e non deve essere interpretato come un segnale di politica monetaria. La presenza di un lieve differenziale negativo tra il tasso di rifinanziamento a più lungo termine e il tasso EURIBOR a tre mesi rilevato nel giorno dell'operazione non deve sorprendere; esso può essere in parte spiegato con il fatto che le transazioni su cui si basa il calcolo dell'EURIBOR non sono garantite, cosicché quest'ultimo incorpora un più elevato premio per il rischio.

Le attese dei mercati di una riduzione dei tassi di interesse a breve termine nel corso del 1999, che si erano accentuate in gennaio, si sono attenuate in febbraio e sono quasi scomparse all'inizio di marzo. Il 4 marzo il tasso di interesse per i contratti futures in euro a tre mesi con consegna a giugno e a settembre 1999 era pari al 3,04

per cento, lievemente inferiore al tasso a pronti rilevato nello stesso giorno. Ciò corrisponde a un aumento di circa 20-25 punti base dei tassi futures per questi contratti rispetto ai livelli della fine dello scorso gennaio. Una simile revisione al rialzo si è registrata anche per il tasso futures a un mese di EURIBOR.

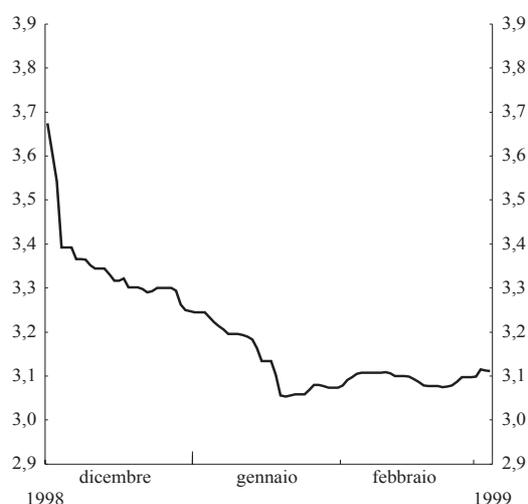
Fattori internazionali alla base della inversione di tendenza nel rendimento dei titoli di Stato a lungo termine

In seguito alla flessione osservata durante l'inverno 1998 e nel gennaio 1999, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro sono scesi ai livelli più bassi registrati dalla fine degli anni quaranta. Questa tendenza al ribasso si è tuttavia invertita in febbraio, quando i tassi di interesse a lungo termine sono aumentati in misura significativa. Il 4 marzo 1999, ultimo giorno cui si riferiscono i dati contenuti in questo Bollettino, il rendimento medio dei titoli di Stato a dieci anni nell'area risultava pari al 4,31 per cento, più di 50 punti base al di sopra del livello registrato alla fine di gennaio (cfr. fig. 6), riportandosi così sui valori osservati nell'autunno 1998. Sebbene fattori interni sembrino avere avuto una qualche influenza nel determinare

Figura 5

Tasso di interesse a tre mesi nell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.

Nota: media per l'area dell'euro dei tassi interbancari a 3 mesi fino al 29 dicembre 1998; EURIBOR a 3 mesi a partire dal 30 dicembre 1998.

questo mercato rialzo, l'elemento chiave è stato il radicale modificarsi della valutazione dei mercati finanziari circa la situazione e le prospettive economiche negli Stati Uniti. Ciò nonostante, l'andamento del mercato obbligazionario nell'area dell'euro resta in qualche modo indipendente da quello negli Stati Uniti, visto che il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato a dieci anni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro si è ampliato di circa 15 punti base tra la fine di gennaio e il 4 marzo 1999, per attestarsi a circa 110 punti base.

Elemento catalizzatore di questa inversione nelle valutazioni dei mercati finanziari riguardo agli Stati Uniti è stato la pubblicazione dei dati sul PIL per l'ultimo trimestre del 1998; successivamente, una serie di indicatori economici ha confermato il quadro di solidità dell'economia statunitense. Tutto ciò si è riflesso in un aumento significativo dell'inclinazione della curva dei rendimenti. Oltre che degli sviluppi negli Stati Uniti, i mercati obbligazionari dell'area dell'euro hanno risentito delle preoccupazioni emerse nei mercati finanziari per lo squilibrio tra domanda e offerta nel mercato dei titoli di Stato giapponesi. Tuttavia, gli effetti

di queste preoccupazioni sui mercati dell'area dell'euro si sono manifestati più sulla variabilità che sul livello dei rendimenti.

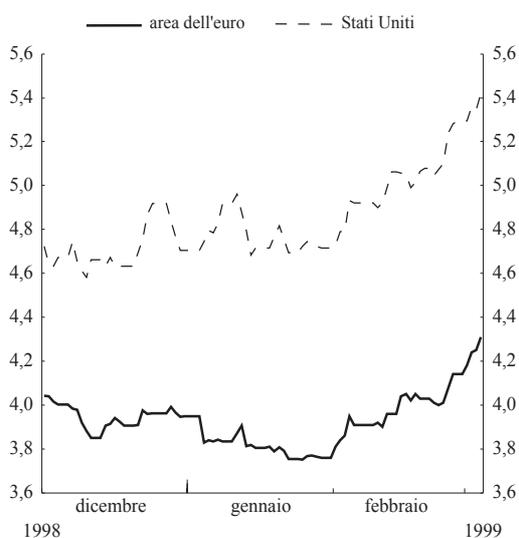
Oltre agli influssi derivanti dagli sviluppi internazionali, altri fattori possono aver agito spingendo al rialzo i rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro. A questo riguardo, può aver influito il deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro registrato nei primi due mesi del 1999. Tra gli altri fattori può esservi stata una parziale inversione di direzione dei precedenti afflussi di capitali alla ricerca di un "approdo sicuro", che avevano in parte favorito la flessione nei rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro verso i livelli eccezionalmente bassi registrati nel gennaio 1999. In aggiunta, può aver contribuito alla pressione al rialzo un'attività relativamente intensa di emissione di titoli denominati in euro, da parte di emittenti sia sovrani sia privati. Inoltre, non si può escludere che a questa evoluzione abbiano concorso le accresciute incertezze circa il sostegno dei governi a una politica monetaria e di bilancio orientata alla stabilità. Nel contempo, l'ampliamento del differenziale di rendimento con titoli statunitensi di scadenza confrontabile mostra che altri fattori interni hanno esercitato un effetto di segno opposto. In particolare, il mercato obbligazionario dell'area dell'euro sembra essere stato influenzato dalle aspettative di un rallentamento futuro dell'attività economica, che possono essere state innescate dalla debolezza di una serie di indicatori congiunturali interni di alcuni paesi, resi noti alla fine di febbraio.

Alla luce degli sviluppi sopra menzionati, la curva dei rendimenti dell'area dell'euro si è spostata verso l'alto durante il mese di febbraio (cfr. fig. 7 a pagina 19). Nel contempo, vi è stato un leggero ampliamento del differenziale tra il rendimento dei titoli a reddito nominale fisso e i rendimenti ottenibili dai titoli a indicizzazione reale con scadenza confrontabile in Francia, il che riflette la stabilità dei rendimenti reali nel mese di febbraio (cfr. riquadro 1). Come analizzato in dettaglio nell'edizione di febbraio del Bollettino mensile (cfr. riquadro 2, pag. 16), un ampliamento di questo differenziale può essere interpretato come indicazione del fatto che gli operatori del mercato finanziario hanno rivisto al rialzo le proprie aspettative di inflazione a lungo termine.

Figura 6

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

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



Fonti: BCE, BRI e Reuters.

Nota: rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine riferiti a titoli a 10 anni o alla scadenza più vicina disponibile. Per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, si vedano le rispettive tavole e figure nella sezione Statistiche dell'area dell'euro in questo Bollettino.

Riquadro I

Problematiche connesse all'analisi dei tassi di interesse reali nell'area dell'euro

Per tasso di interesse reale si intende il tasso di interesse nominale corretto per tenere conto dell'inflazione attesa; esso misura perciò il rendimento reale previsto di un investimento. Il presente riquadro affronta alcune questioni relative alla misurazione dei tassi di interesse reali e fornisce una descrizione dell'evoluzione passata dei tassi di interesse reali nell'area dell'euro.

Nella determinazione dei tassi di interesse reali, una difficoltà di misurazione riguarda il modo in cui debbano essere calcolate le aspettative di inflazione, di per sé non osservabili. Il metodo più semplice, che potrebbe risultare adeguato per orizzonti di breve termine, è quello di supporre che le aspettative riflettano semplicemente sviluppi passati, per cui la previsione più affidabile dell'inflazione futura è quella fornita dal suo livello più recente. Tuttavia, per orizzonti superiori a qualche mese, la differenza tra l'inflazione attuale e quella futura potrebbe essere non trascurabile; è probabile che, in particolare nel calcolo dei tassi di interesse reali a lungo termine, questa distorsione possa rivelarsi rilevante. Un metodo che tiene conto della necessità di "guardare al futuro" è dunque in genere utilizzato per valutare le aspettative di inflazione a lungo termine, per esempio attraverso semplici modelli statistici dell'inflazione oppure modelli econometrici di più ampia scala che prendono in considerazione informazioni relative all'intera economia. È possibile anche utilizzare indagini sulle aspettative di inflazione. Inoltre, per analisi storiche relative a lunghi periodi di tempo, un altro metodo spesso utilizzato è quello di sottrarre al tasso di interesse nominale il livello dell'inflazione effettivamente realizzata nel periodo fino alla scadenza dei titoli (piuttosto che le stime sull'inflazione prevista), nel presupposto che *ex post* le aspettative risultino in media essere in linea con i valori poi effettivamente riscontrati.

Sia che venga scelto il metodo *ex ante*, sia quello *ex post*, ogni indicatore dei tassi di interesse reali risente anche della scelta dell'indice dei prezzi utilizzato per costruirlo. Per l'economia dell'area dell'euro una scelta naturale per il calcolo del tasso di interesse reale è lo IAPC. Tuttavia, è stato talvolta sostenuto che una misurazione dell'inflazione che si riferisca allo IAPC ma escluda alcune delle componenti più variabili, quali il prezzo dei prodotti energetici, sarebbe preferibile in questo contesto, in quanto eliminerebbe le componenti dello IAPC il cui impatto sull'andamento dei prezzi potrebbe essere di natura transitoria. È stato anche sostenuto che si dovrebbe utilizzare un indice dei prezzi alla produzione (IPP), piuttosto che un indice dei prezzi al consumo (IPC).

Confrontando l'IPP relativo all'industria (del quale è disponibile per l'area dell'euro una serie standardizzata dal gennaio 1991) con l'evoluzione della media ponderata degli IPC nazionali (la quale è fortemente correlata con lo IAPC, ma ha il vantaggio di essere disponibile per un periodo più lungo), il tasso medio di inflazione dei prezzi al consumo dal 1991 è stato pari al 2,9 per cento, mentre quello dell'IPP è stato dell'1,3 per cento. Nel dicembre 1998 lo IPP registrava una flessione sui 12 mesi del 2,5 per cento, riflettendo la diminuzione dei prezzi delle materie prime e dei prodotti energetici nel 1998. Al contrario, l'inflazione misurata dall'incremento dello IAPC è stata pari allo 0,8 per cento. I tassi di interesse reali medi calcolati utilizzando lo IPP sono perciò più elevati di quelli calcolati utilizzando lo IAPC, soprattutto al momento attuale, ma anche, in qualche misura, se si guarda all'intero periodo dal 1991.

Un argomento in favore dell'utilizzo dell'IPP è che questo, in quanto rappresentativo del prezzo del prodotto delle imprese, potrebbe essere più importante ai fini delle decisioni di investimento, le quali sono in genere considerate la componente della domanda aggregata più sensibile al tasso di interesse e costituiscono, perciò, un elemento importante del meccanismo di trasmissione. Tuttavia, per una serie di ragioni, l'utilizzo dell'IPP non è il modo più appropriato di misurare il tasso di interesse reale. Innanzitutto, l'IPP è, in genere, maggiormente influenzato dal prezzo delle materie prime importate e dei prodotti energetici di quanto non lo sia lo IAPC. Le materie prime e i prodotti energetici costituiscono spesso componenti importanti dei costi di produzione. La redditività di un progetto di investimento dipende, tuttavia, non solo dal prezzo del prodotto dell'impresa, ma anche da quello degli input produttivi. In secondo luogo, l'IPP copre solo il settore industriale,

escludendo i servizi. Il settore dei servizi è una componente ampia (e in crescita) dell'economia dell'area dell'euro. Perciò, l'IPP potrebbe non essere sufficientemente rappresentativo dell'andamento dei prezzi rilevanti ai fini degli investimenti nell'intera economia dell'area. Da ultimo, la domanda di beni di consumo è anch'essa sensibile in una certa misura al tasso di interesse. Un tasso di interesse reale misurato utilizzando l'IPC piuttosto che l'IPP costituisce senz'altro un migliore indicatore ai fini di uno studio e di una valutazione delle decisioni di consumo e di risparmio del singolo individuo, in quanto riflette il prezzo intertemporale dei beni al consumo.

Il livello attuale del *tasso di interesse reale a breve termine* (misurato come differenza tra la media dell'EURIBOR a tre mesi nel febbraio 1999 (3,1 per cento) e il dato più recente sul tasso di inflazione dello IACP (0,8 per cento nel gennaio 1999) risulta pari al 2,3 per cento (cfr. la prima tavola di questo riquadro). Utilizzando una misura dell'inflazione riferita allo IACP esclusi i prezzi dei prodotti energetici si ottiene un tasso reale dell'1,8 per cento. Utilizzando una misurazione più sofisticata delle aspettative inflazionistiche, cioè le previsioni più recenti (dicembre 1998) del FMI e dell'OCSE per il 1999, si ottiene un tasso di interesse reale a breve termine pari all'1,7 per cento nel 1999.

Indicatori del livello attuale del tasso di interesse reale a breve termine per l'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)

Utilizzando lo IACP più recente ¹⁾	2,3
Utilizzando lo IACP più recente esclusi i prezzi dei prodotti energetici ¹⁾	1,8
Utilizzando proiezioni FMI / OCSE (dicembre 1998) ^{2) 3)}	1,7

1) Tasso di interesse nominale nel febbraio 1999 meno il tasso di inflazione del gennaio 1999.

2) Tasso di interesse nominale nel febbraio 1999 meno il tasso di inflazione medio previsto. Le previsioni del FMI sono tratte dal World Economic Outlook. Le previsioni OCSE sono tratte dall'Economic Outlook.

3) Deflatore dei prezzi al consumo.

Il livello attuale dei tassi di interesse reali a breve termine nell'area dell'euro può essere confrontato con la sua evoluzione passata e con il livello registrato negli altri principali paesi industriali (cfr. seconda tavola). Il valore medio per l'area dell'euro negli anni novanta - valore che è influenzato, tra l'altro, dai premi per il rischio di cambio e dagli eccessivi disavanzi di bilancio - è quasi il doppio (4,5 per cento) del livello attuale (2,3 per cento). L'attuale tasso di interesse reale a breve termine dell'area dell'euro è anche inferiore ai valori medi registrati in Germania sia negli anni novanta (3,2 per cento) sia nell'intero periodo 1960-1998 (2,8 per cento). Infine, esso risulta inferiore anche a quello degli Stati Uniti, dove il livello medio nel febbraio 1999 era pari al 3,2 per cento.

Valori storici dei tassi di interesse reali a breve e a lungo termine ¹⁾

(percentuali annue)

Periodo	Tasso di interesse reale a breve termine			Tasso di interesse reale a lungo termine		
	area dell'euro	Germania	Stati Uniti	area dell'euro	Germania	Stati Uniti
1960-69	.	2,2	2,8	.	4,2	2,4
1970-79	.	1,9	0,9	.	3,2	0,5
1980-89	.	3,9	5,0	.	4,8	5,5
1990-98	4,5	3,2	2,3	5,2	4,1	3,9
1960-68	.	2,8	2,8	.	4,1	3,1
Livello attuale ²⁾	2,3	-	3,2	3,2	-	3,3

1) I tassi reali a breve termine sono calcolati sottraendo l'attuale tasso d'inflazione al consumo sui 12 mesi dal tasso di interesse nominale a 3 mesi. I tassi reali a lungo termine sono calcolati sottraendo il tasso di inflazione al consumo sui dodici mesi dal rendimento dei titoli di stato a 10 anni. L'attuale tasso di inflazione dell'area dell'euro è misurato dall'incremento dello IACP.

2) Media dei dati giornalieri sul tasso di interesse nominale nel mese di febbraio 1999 meno il tasso di inflazione di gennaio 1999.
 . non disponibile - non applicabile

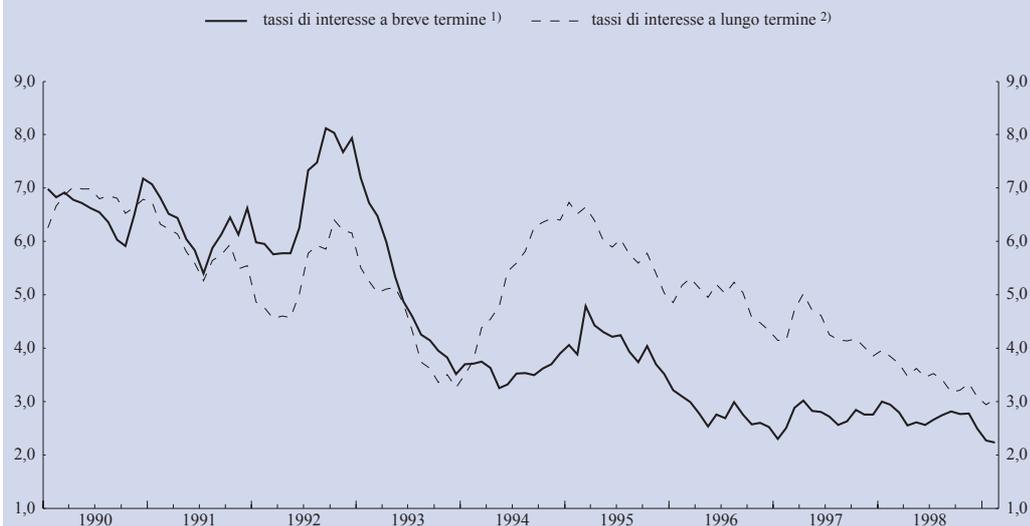
Passando ai *tassi di interesse reali a lungo termine* per l'area dell'euro (basati sui rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni), il valore medio per il mese di febbraio 1999 è stato del 3,2 per cento (cfr. seconda tavola). Come

evidenziato dal rendimento reale di un titolo di Stato francese a 10 anni indicizzato all'IPC francese, le aspettative degli operatori all'inizio del mese di marzo di quest'anno indicano un tasso di interesse reale del 3 per cento per i prossimi dieci anni (cfr. riquadro 2 del Bollettino di febbraio, pag. 16). Il tasso reale a lungo termine nell'area dell'euro è stato in media, in febbraio, inferiore di circa 2 punti percentuali a quello medio degli anni novanta (5,2 per cento) e anche notevolmente inferiore al valore medio degli ultimi trenta anni per la Germania (4,1 per cento). Negli Stati Uniti il livello medio di febbraio del tasso reale a lungo termine è stato paria al 3,3 per cento, leggermente superiore a quello dell'area dell'euro. Sempre a febbraio il tasso di interesse reale medio sui titoli a 10 anni del Tesoro statunitense indicizzati al livello dei prezzi era intorno al 3,8 per cento. Tutto ciò conferma che i tassi reali nell'area dell'euro possono essere considerati relativamente bassi, sia in termini storici sia nel confronto internazionale.

Il grafico qui riportato mostra l'andamento dei tassi di interesse reali a breve e a lungo termine per l'area dell'euro negli anni novanta. Il calo dei tassi di interesse reali osservato negli anni recenti può essere collegato in una certa misura alla situazione ciclica. È degno di nota, tuttavia, che i tassi di interesse reali siano attualmente inferiori ai livelli della metà degli anni novanta, quando il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero era analogo a quello attuale. Pertanto, vi sono probabilmente altri fattori, quali la riduzione dei premi per l'inflazione e il rischio di cambio e i minori disavanzi pubblici, che hanno permesso una forte riduzione dei tassi di interesse medi reali dell'area dell'euro. Questa è una chiara illustrazione dei benefici del processo di convergenza verso l'Unione monetaria: i progressi verso una inflazione moderata, la stabilità del cambio e il miglioramento delle posizioni di bilancio hanno nel loro insieme consentito una discesa dei tassi di interesse reali. L'avvio di una politica monetaria unica credibile in questo insieme di circostanze favorevoli ha incoraggiato le aspettative di stabilità dei prezzi, riducendo così i tassi di interesse reali e sostenendo la crescita economica.

Tassi di interesse reali a breve e a lungo termine nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: aggregazione a cura della BCE su dati nazionali; valori medi mensili.

Nota: tassi di interesse nominali meno variazioni dell'indice dei prezzi al consumo.

1) Fino al 29 dicembre 1998, media dei tassi interbancari nazionali a tre mesi dei paesi dell'area dell'euro; dal 30 dicembre 1998, EURIBOR a tre mesi.

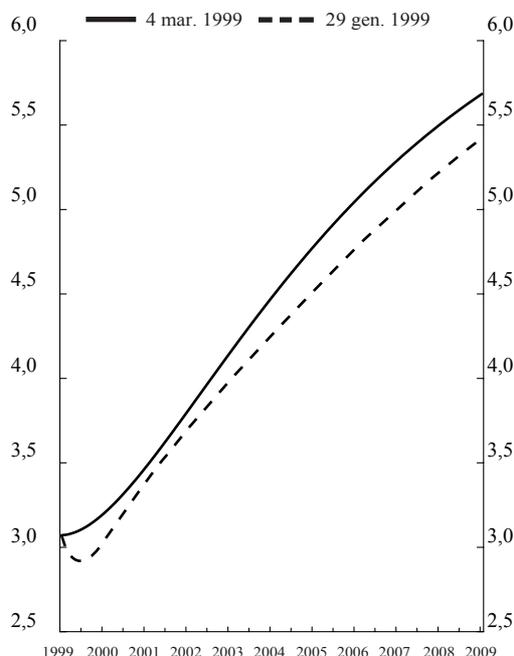
2) Rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine (10 anni o scadenza più prossima disponibile).

Il ripercuotersi di fenomeni che originano nei mercati obbligazionari internazionali su quelli dell'area dell'euro mette in luce l'importante influsso che gli andamenti nei mercati finanziari internazionali hanno sui mercati dei titoli a reddito fisso dell'area

dell'euro, soprattutto nel comparto a più lungo termine. Ciò indica che, in determinate circostanze, desumere informazioni sugli sviluppi futuri nell'area dell'euro dai prezzi delle attività finanziarie interne è un esercizio che richiede cautela.

Figura 7

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



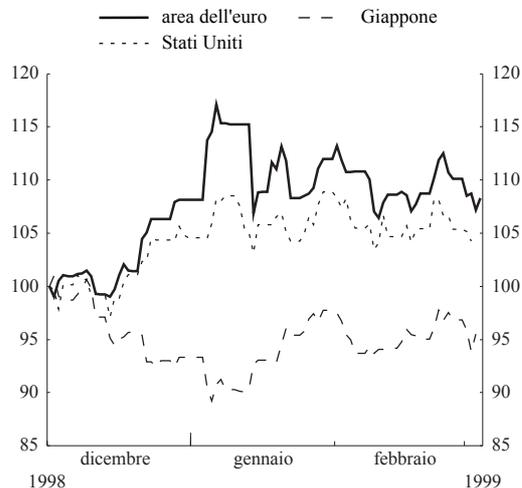
Fonte: stima BCE. La curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi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

Leggera flessione sui mercati azionari

Il recente andamento dei mercati azionari nell'area dell'euro è stato fortemente influenzato da quello dei mercati finanziari internazionali. Confermando il quadro di elevata variabilità già osservato in gennaio, nella prima metà di febbraio i prezzi delle azioni nell'area dell'euro, misurati dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono diminuiti di circa il 5 per cento. In seguito, pur mantenendo una certa variabilità, essi hanno mostrato una tendenza al rialzo, per collocarsi, il 4 marzo, su un livello inferiore del 3 per cento a quello di fine gennaio (cfr. fig. 8). Una evoluzione simile dei prezzi delle azioni, con una diminuzione iniziale e un successivo recupero, è stata osservata sia negli Stati Uniti sia in Giappone. Dalla fine di gennaio al 4 marzo, l'indice statunitense Standard and Poor's 500 e quello giapponese Nikkei 225 hanno nel complesso registrato un calo di circa il

Figura 8

Indici dei corsi azionari nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone
(1° novembre 1998 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters per l'area dell'euro; BRI per Stati Uniti e Giappone.

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

2,5 per cento, nel primo caso, e di oltre il 2 per cento, nel secondo.

Nel mese di febbraio l'andamento dei corsi azionari nell'area dell'euro è stato influenzato in misura notevole dall'elevato grado di variabilità che veniva trasmesso dal mercato azionario statunitense. Tale variabilità ha riflesso il fatto che il miglioramento delle condizioni economiche negli Stati Uniti sembra aver esercitato sui corsi azionari due influenze di segno opposto. Da un lato, a mano a mano che le notizie positive miglioravano le aspettative sui futuri flussi di dividendi, emergeva una spinta al rialzo sui corsi azionari. Dall'altro, il miglioramento delle condizioni economiche dava luogo negli Stati Uniti a una spinta al rialzo dei rendimenti obbligazionari che, agendo sul fattore di sconto applicato ai dividendi futuri, può aver esercitato una pressione al ribasso sui prezzi delle azioni. Nel complesso, questi movimenti hanno lasciato l'indice statunitense Standard and Poor's 500, il 4 marzo 1999, poco più dell'1 per cento sopra i livelli di fine 1998, e il 5 per cento al di sopra delle punte registrate nel luglio dello stesso anno.

Risentendo di questi andamenti dei mercati azionari statunitensi, nonché dell'aumento dei

rendimenti obbligazionari a lungo termine interni, i corsi azionari nell'area dell'euro sono stati, in alcune fasi, soggetti a pressioni al ribasso. D'altro canto, i mercati possono aver percepito che il deprezzamento dell'euro nel mese di febbraio avrebbe determinato, nel breve termine, migliori prospettive per le esportazioni e per i profitti delle imprese. Una ulteriore influenza positiva sul mercato azionario dell'area dell'euro è stata esercitata

dalle aspettative di un intensificarsi dell'attività di fusione in alcuni settori dell'economia dell'area.

Nel complesso, al 4 marzo 1999, questa evoluzione aveva lasciato i corsi azionari dell'area dell'euro all'incirca sullo stesso livello osservato alla fine di dicembre 1998, ma ancora circa l'11 per cento al di sotto dei livelli massimi registrati a metà luglio dello stesso anno.

2 I prezzi

Tendenza invariata dei prezzi al consumo nei mesi a cavallo della fine dell'anno

Dopo la pubblicazione del Bollettino di febbraio, l'Eurostat ha diffuso i dati sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro relativi al mese di gennaio 1999 e ha apportato lievi revisioni agli indici per i mesi precedenti. Sulla base dei dati aggiornati, le variazioni sui dodici mesi dello IAPC risultano essere gradualmente scese, dall'1,4 per cento di giugno 1998 allo 0,8 dello scorso novembre, attestandosi su quest'ultimo livello in dicembre e gennaio (cfr. tav. 2).

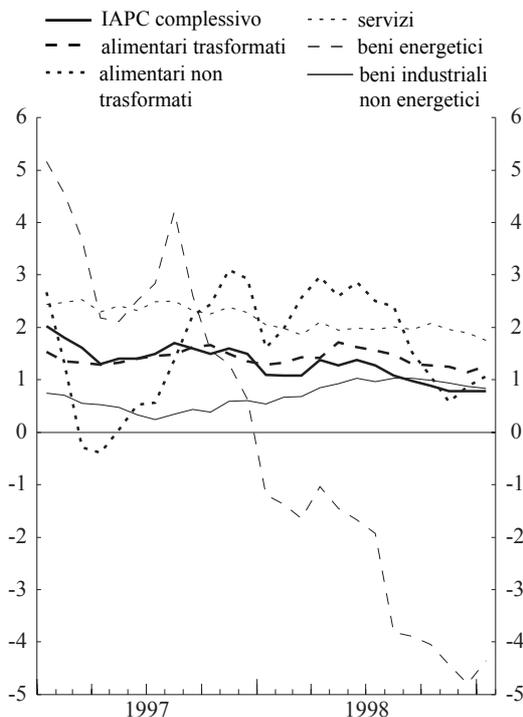
Nonostante che nella parte finale dello scorso anno e all'inizio di quello in corso gli incrementi dell'indice generale dei prezzi siano rimasti costanti, le componenti dell'indice hanno mostrato andamenti in qualche misura differenziati. Da un lato, i prodotti alimentari non trasformati sono rincarati sui 12 mesi dell'1,1 per cento in gennaio, contro lo 0,6 di novembre (cfr. fig. 9); inoltre, il calo dei prezzi dei beni energetici, pari in gennaio al 4,4 per cento sui dodici mesi, è stato meno pronunciato rispetto a quanto registrato nel mese precedente, sebbene uguale a quello di novembre. Dall'altro lato, i prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi hanno subito un rallentamento: i primi sono cresciuti dello 0,8 per cento a gennaio, contro lo 0,9 di novembre e dicembre e l'1 per cento di ottobre, riflettendo presumibilmente la caduta dei prezzi alla produzione nel comparto dei beni di consumo alla fine dello scorso anno; la riduzione dell'inflazione nel settore dei servizi da circa il 2 per cento del 1998 all'1,8 di gennaio è

ricostituibile principalmente ai minori incrementi dei prezzi dei servizi di trasporto e comunicazione, sui quali ha influito la deregolamentazione in atto in questi settori. Più in generale, tuttavia, la riduzione dei prezzi dei beni energetici per l'intero 1998 può aver influenzato con ritardo l'andamento di quelli dei beni industriali non energetici e dei servizi.

Figura 9

Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

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

Impatto dei prezzi dei beni energetici sui prezzi al consumo correnti e attesi

I prezzi dei beni energetici, insieme con quelli dei beni alimentari non trasformati - che generalmente mostrano una elevata variabilità - sono stati il principale fattore sottostante la decelerazione dello IAPC, rilevata dai tassi di crescita sui 12 mesi nella seconda metà del 1998. Il confronto tra l'andamento del tasso di inflazione dello IAPC e quello di una misura di inflazione che esclude dall'indice generale i beni energetici mostra che quest'ultima si è mantenuta intorno a un valore pari all'1,5 per cento sin dall'inizio del 1997, mentre la prima ha seguito una tendenza sostanzialmente decrescente (cfr. fig. 10). Ciò mette in luce il fatto che la stabilità dei prezzi è chiaramente acquisita nell'area dell'euro, mentre si è manifestata una qualche tendenza al ribasso in conseguenza dell'andamento dei prezzi del comparto dell'energia nel 1998, strettamente connesso con l'andamento delle quotazioni internazionali del petrolio. Le variazioni di queste ultime - così come l'impatto della deregolamentazione nel settore dei servizi di pubblica utilità, avvenuta di recente, e di variazioni nella tassazione dei beni energetici e nei tassi di cambio - si riflettono tipicamente nello IAPC del comparto energetico con un ritardo temporale tra i più brevi. Una stabilizzazione o un incremento dei prezzi del petrolio dovrebbero quindi riflettersi rapidamente sull'inflazione al consumo attraverso l'indice di prezzo del comparto energetico. In aggiunta, le variazioni del prezzo internazionale del petrolio (così come quelle delle materie prime non energetiche) influenzano anche altre componenti dei prezzi al consumo con un ritardo in certa misura maggiore, in conseguenza dell'effetto esercitato sui costi di produzione nell'intera economia. In particolare, ciò potrebbe essere vero per i beni industriali non energetici (cfr. anche la sezione sui prezzi alla produzione industriale).

Se si guarda più indietro nel tempo, le quotazioni internazionali del petrolio hanno seguito una tendenza decrescente sin dall'inizio del 1997 e hanno raggiunto il livello più basso, in termini reali, nel mese di dicembre 1998 (8,8 euro per barile). Tuttavia, esse sono salite a 9,5 euro lo scorso gennaio e si sono attestate su un livello di 9,4 euro

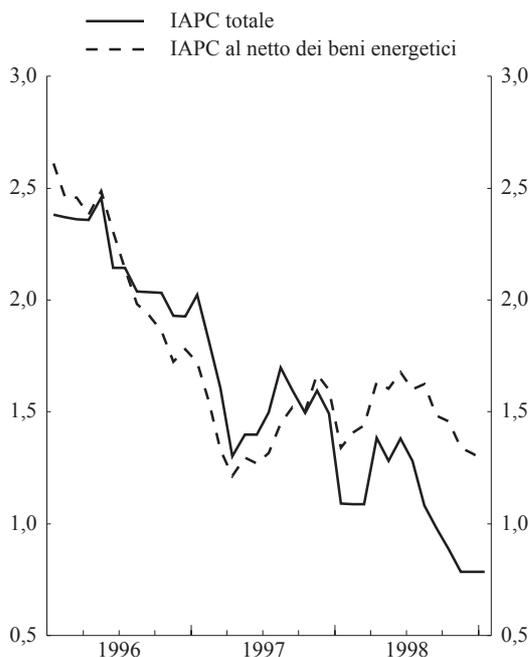
(equivalenti a 10,6 dollari) in febbraio: la tendenza decrescente si è dunque interrotta all'inizio del 1999. Guardando al futuro, sebbene sia difficile prevedere l'andamento del prezzo del petrolio, le quotazioni sui futures indicano l'aspettativa di un leggero aumento dei prezzi all'ingrosso del petrolio Brent nel corso del 1999, per raggiungere circa 12 dollari al barile alla fine dell'anno.

A fronte di tale scenario, è probabile che l'effetto di contenimento dell'inflazione al consumo derivante dall'andamento dei prezzi dei beni energetici sarà nel 1999 di gran lunga inferiore rispetto al 1998. Si potrebbero invece manifestare moderate spinte al rialzo non appena le forti riduzioni nei prezzi dei beni energetici osservate nel 1998 verranno escluse dal calcolo dei tassi di variazione sui dodici mesi. Questo effetto, di natura meccanica, può essere illustrato assumendo che il tasso annuo di crescita annuale delle componenti dello IAPC, con esclusione dell'energia, si mantenga sul livello del gennaio 1999 e che l'indice dei prezzi dei beni energetici rimanga da allora in poi invariato: come conseguenza di queste ipotesi,

Figura 10

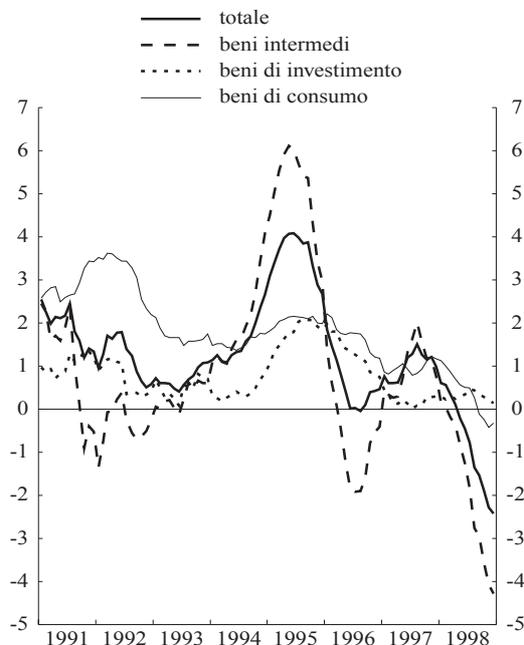
Indicatori di inflazione basati sullo IAPC per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

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

Figura 11**Prezzi alla produzione dei beni industriali nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)*

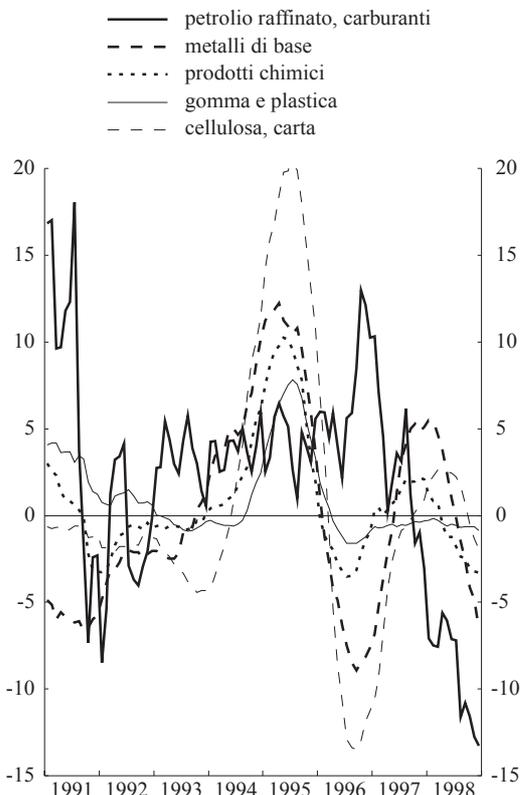
Fonte: Eurostat.

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

La figura 12 mostra i prezzi alla produzione dei beni intermedi in vari comparti. In conseguenza del calo, dalla metà del 1997, delle quotazioni internazionali del petrolio e dei metalli ferrosi e non ferrosi (misurate in euro), non sorprende che la più rilevante riduzione tra i beni intermedi si sia registrata per il petrolio e gli altri combustibili, seguiti dai metalli di base. I prezzi dei prodotti chimici e, più di recente, quelli della carta e cellulosa sono anch'essi diminuiti, ma in misura inferiore rispetto ai metalli di base; in confronto agli altri, quelli della plastica e della gomma si sono ridotti lentamente ma costantemente nel corso degli ultimi due anni e mezzo. In tutti questi comparti produttivi, i beni vengono generalmente trasformati in misura inferiore rispetto ai beni di investimento e a quelli di consumo, e le materie prime incidono quindi in misura maggiore sui costi di produzione. Di conseguenza, i prezzi dei beni intermedi tendono a essere fortemente influenzati dall'andamento delle quotazioni internazionali delle materie prime.

Inoltre, dal momento che i prezzi dei beni intermedi risentono in misura maggiore della concorrenza internazionale rispetto a quelli dei prodotti finiti, alla loro recente diminuzione può anche aver contribuito l'accresciuta concorrenza da parte dei produttori esteri.

Oltre a questi fattori esterni, l'assenza negli ultimi anni di significative pressioni di origine interna sui prezzi può essere interpretata come il riflesso di aumenti contenuti del costo del lavoro. Gli incrementi dei salari, misurati dal reddito per dipendente, sono rimasti moderati nei primi tre trimestri del 1998 (un incremento appena superiore all'1 per cento), mentre la produttività è cresciuta a un tasso relativamente più elevato, determinando nello stesso periodo una riduzione nel costo del lavoro per unità di prodotto. Dati più aggiornati non sono al momento disponibili, ma vi è evidenza che la crescita dei salari potrebbe accelerare nel corso del 1999 (cfr. tav. 2).

Figura 12**Prezzi alla produzione dei beni intermedi***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)*

Fonte: Eurostat.

In conclusione, le tendenze recenti sia dell'indice generale dei prezzi al consumo sia degli altri indicatori di prezzo e di costo, nonché dei principali fattori sottostanti, segnalano l'assenza di significative pressioni al rialzo dei prezzi nell'immediato futuro. Ciò nonostante, tali tendenze mostrano anche che i recenti andamenti dei prezzi sono stati influenzati da fattori difficilmente ripetibili e che potrebbero cessare di esercitare i loro effetti, soprattutto in un contesto di più favorevole sviluppo dell'economia mondiale. Tuttavia, data l'incertezza su una ulter-

riore ripresa delle maggiori economie e dei partner commerciali dell'area dell'euro, risulta difficile prevedere con precisione quando si potrebbe verificare una stabilizzazione o un rialzo dei prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche. Le flessioni osservate di recente in alcuni indicatori di prezzo e di costo vanno quindi seguite con estrema attenzione, anche alla luce dell'evoluzione dei prezzi internazionali e delle variazioni del tasso di cambio dell'euro; analoga attenzione va prestata all'andamento dei salari.

3 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

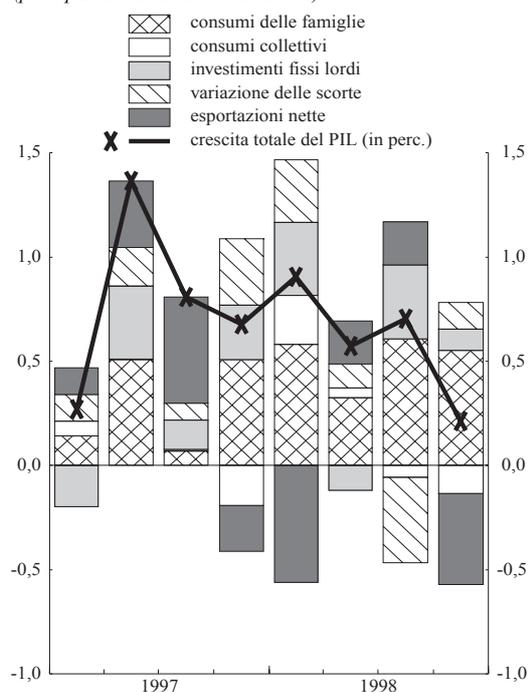
Significativo rallentamento dell'attività nel quarto trimestre del 1998

Secondo una stima preliminare, effettuata dall'Eurostat, della crescita del PIL in termini reali per l'intera area dell'euro, sostanzialmente in linea con le aspettative basate sui dati nazionali disponibili, nell'ultimo trimestre del 1998 si è registrato un significativo rallentamento rispetto ai trimestri precedenti (cfr. tav. 3): mentre si ritiene che l'incremento congiunturale medio nell'intera area sia stato pari in ciascuno dei primi tre trimestri dello scorso anno a circa lo 0,7 per cento, le stime per l'ultimo trimestre indicano che la crescita del PIL si sarebbe ridotta ad appena lo 0,2 per cento (con un incremento del 2,4 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente). Come è stato osservato nel Bollettino di febbraio, differenti metodi di correzione per il diverso numero di giorni lavorativi e di destagionalizzazione e, soprattutto, la probabilità di revisioni suggeriscono una certa cautela nell'interpretazione del profilo trimestrale della crescita complessiva nell'area sulla base di stime preliminari. Inoltre, occorre considerare che questa stima si basa su dati disponibili solo per alcuni dei paesi più grandi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi), anche se essi rappresentano nel loro insieme oltre l'80 per cento del PIL totale dell'area. Le stime, che comprendono proiezioni effettuate dall'Eurostat per i rimanenti paesi, confermano comunque le precedenti attese di un marcato indebolimento della crescita verso la fine dell'anno. Complessivamente, la crescita del PIL in termini reali nel 1998 è

stimata pari al 3,0 per cento, un valore considerevolmente superiore al tasso di crescita registrato nel 1997; peraltro, il rallentamento dell'ultimo trimestre rafforza la convinzione diffusa che la crescita del PIL sarà più debole nel 1999, soprattutto nella prima parte dell'anno (cfr. anche il riquadro 2).

Figura 13

Contributo delle componenti del PIL alla crescita in termini reali nell'area dell'euro¹⁾
(punti percentuali su base trimestrale)



Fonte: Eurostat.

Nota: per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, si vedano le rispettive tavole e figure nella sezione Statistiche dell'area dell'euro in questo bollettino.

1) I dati mancanti o non disponibili sono stati stimati da Eurostat.

Crescita sostenuta della domanda interna e indebolimento delle esportazioni nette

Nell'ultimo trimestre del 1998 il rallentamento ha risentito soprattutto dell'impatto negativo delle esportazioni nette, mentre il contributo della domanda interna alla crescita del PIL rispetto al periodo precedente è stato pari allo 0,6 per cento, leggermente superiore a quello dei due trimestri precedenti. Tra le principali categorie di spesa che compongono la domanda interna, in particolare il rallentamento degli investimenti fissi lordi ha influenzato l'andamento dell'attività economica nel quarto trimestre,

compensato da una crescita nell'accumulazione di scorte (cfr. fig. 13). Al contrario, la crescita dei consumi delle famiglie è rimasta sostenuta, mentre il contributo della spesa pubblica alla crescita, in linea con la tendenza del recente passato, è rimasto prossimo allo zero.

Analizzando in dettaglio l'incremento dei consumi delle famiglie, tra il terzo e il quarto trimestre del 1998 esso è risultato pari allo 0,9 per cento (circa il 3,5 per cento rispetto al trimestre corrispondente), mantenendo quindi lo stesso ritmo di crescita dei trimestri precedenti. Questo andamento è coerente con il miglioramento considerevole del clima di fiducia dei consumatori, manifestatosi

Tavola 3

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1999
				1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.	gen.
	medie mobili centrate di tre mesi												
PIL a prezzi costanti	1,6	2,5	3,0	3,8	3,0	2,9	2,4	-	-	-	-	-	-
- Variazione sul periodo precedente ¹⁾	-	-	-	0,9	0,6	0,7	0,2	-	-	-	-	-	-
Produzione industriale, escl. costruzioni	0,0	4,1	4,1	6,3	4,4	4,0	1,9	4,0	3,6	3,1	1,9	.	.
- Variazione sul periodo precedente ²⁾	-	-	-	1,4	0,8	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,2	-0,3	.	.
di cui:													
Settore manifatturiero	-0,2	4,8	4,6	7,3	5,0	4,3	1,8	4,3	4,0	3,2	1,8	.	.
principali categorie di prodotti industriali:													
Beni intermedi	-0,7	5,4	3,9	7,3	4,3	3,3	0,8	3,3	2,6	2,1	0,8	.	.
Beni di capitale	1,7	4,2	6,8	9,1	6,6	6,9	4,9	6,9	7,0	6,2	4,9	.	.
Beni di consumo	-0,5	2,0	3,5	4,1	4,1	3,9	2,1	3,9	3,8	3,2	2,1	.	.
Costruzioni	-2,6	-1,0	-1,1	2,8	-1,0	-2,1	-3,6	-2,1	-2,6	-3,2	-3,6	.	.
Utilizzo della capacità produttiva (in perc.) ³⁾	80,3	81,6	83,1	83,1	83,6	83,3	82,4	-	-	-	-	-	-
Indice del clima economico	-2,7	2,5	3,2	3,7	4,4	3,0	1,6	3,0	2,1	1,8	1,6	1,7	1,3
Clima di fiducia dei consumatori ⁴⁾	-9	-3	7	4	6	7	10	7	7	8	10	11	11
Clima di fiducia delle imprese ⁴⁾	-8	3	7	10	10	7	0	7	5	3	0	-1	-2
Clima di fiducia nel settore delle costruzioni ⁴⁾	-13	-10	4	-2	1	10	8	10	9	9	8	11	12
Vendite al dettaglio a prezzi costanti	1,1	0,8	.	2,8	1,8	2,9	.	2,9	2,4	2,9	.	.	.
Immatricolazione di autovetture	6,6	3,9	7,6	12,6	3,3	7,4	7,5	7,4	5,1	7,7	7,5	9,0	.
Occupazione (totale)	0,2	0,3	.	1,0	1,1	1,4	.	-	-	-	-	-	-
Disoccupazione (variaz. annua in migliaia)	419	97	-862	-523	-828	-1020	-1071	-1020	-1065	-1108	-1072	-1000	.
Disoccupazione (valori percentuali)	11,6	11,6	11,0	11,2	11,0	10,9	10,7	10,9	10,8	10,7	10,7	10,7	.

Fonti: Eurostat, Commissione europea Business and Consumer Surveys, ACEA/A.A.A., dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

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

1) Dati destagionalizzati.

2) Dati destagionalizzati; i dati mensili sono calcolati come medie mobili centrate di tre mesi, confrontate con la media dei tre mesi precedenti.

3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre di ogni anno. I dati trimestrali qui presentati rappresentano la media di due indagini successive, una condotta all'inizio del trimestre in questione e l'altra condotta all'inizio del trimestre seguente. I dati annuali sono calcolati come medie dei dati trimestrali. Ultime osservazioni: 83,7 per cento (luglio 1998); 82,8 per cento (ottobre 1998) e 83,2 per cento (gennaio 1999).

4) Saldi percentuali; deviazioni dalla media del periodo dal gennaio 1985 a oggi.

Riquadro 2

Rassegna delle prospettive per l'area dell'euro nel 1999

Nel 1998 la crescita del PIL reale nell'area dell'euro, pari al 3 per cento, è stata significativamente più robusta rispetto ai precedenti dodici mesi, nonostante l'indebolimento nel quadro economico esterno osservato nel corso dell'anno, con un rafforzamento della domanda interna che ha più che compensato il minore contributo alla crescita fornito dalle esportazioni nette. Il tasso di crescita complessivo registrato nel 1998 è stato il più alto dal 1990 ed è stato accompagnato sia da un aumento dell'occupazione sia, per la prima volta dal 1995, da un calo della disoccupazione. Tuttavia, segni di rallentamento nella crescita si sono manifestati nel corso del 1998, dapprima nella produzione industriale e, verso la fine dell'anno, nel PIL. Per l'intero anno, l'aumento dello IAPC si è ridotto all'1,1 per cento, dall'1,6 per cento nel 1997, continuando l'andamento discendente osservato negli ultimi anni; alla fine del 1998 l'aumento sui dodici mesi dello IAPC aveva raggiunto lo 0,8 per cento.

L'impatto della crisi dei mercati emergenti sull'area dell'euro è stata una fonte di considerevole incertezza nella valutazione delle prospettive per l'area. Nel corso del 1998 le previsioni di crescita e di inflazione sono state ripetutamente corrette al ribasso, a mano a mano che l'impatto negativo del quadro esterno veniva valutato come più forte e persistente di quanto inizialmente previsto. La tavola sintetizza le prospettive di crescita del PIL reale e dell'inflazione nel 1999, formulate sulla base delle previsioni più recenti delle organizzazioni internazionali e di centri privati. Sebbene le differenze tra le previsioni riflettano sia le differenti date di pubblicazione, sia diversità nelle ipotesi sottostanti le proiezioni, e pur tenendo conto del fatto che queste previsioni ancora non scontano gli effetti di un ultimo trimestre del 1998 più debole di quanto atteso, la tavola può aiutare a illustrare la revisione generalizzata al ribasso delle previsioni.

Rallentamento previsto per il 1999

Secondo le previsioni riportate nella tavola, ci si attende una prosecuzione della crescita del PIL reale nell'area dell'euro, pur se a un ritmo inferiore a quello osservato nel 1998. Sebbene vi sia discordanza sulla misura del rallentamento, le proiezioni collocano la crescita nel 1999 tra il 2 e il 2,5 per cento; le più recenti la situano nella parte inferiore di questo intervallo. La previsione di una crescita del prodotto più bassa nel 1999 discende in generale dalla più debole domanda nei principali mercati esteri. Ci si attende che la domanda interna continui a essere sostenuta principalmente dai consumi privati. Una conseguenza del più basso aumento dei prezzi al consumo è che vi è stato un aumento inatteso del reddito reale delle famiglie che, insieme con la ripresa della crescita dell'occupazione dall'inizio del 1997, si è associato a un sostanziale miglioramento nella fiducia dei consumatori, rafforzando l'aspettativa di una continuazione della crescita dei consumi. Nella maggior parte delle previsioni ci si attende inoltre una ulteriore crescita degli investimenti, sostenuti tra l'altro dai bassi tassi di interesse.

Previsioni sull'inflazione e il PIL in termini reali dell'area dell'euro nel 1999¹⁾

	Ultime proiezioni	Inflazione		PIL in termini reali	
		Previsione (in perc. annua)	Variazione (punti perc.) ²⁾	Previsione (in perc. annua)	Variazione (punti perc.) ²⁾
Commissione europea	ott. 1998	1,4	-0,5	2,6	-0,6
FMI	dic. 1998	1,4	-0,2	2,4	-0,4
NIESR ^{3) 4)}	gen. 1999	1,0	-0,4	2,2	-0,2
OCSE	dic. 1998	1,4	-0,4	2,5	-0,4
Consensus Economics ⁴⁾	feb. 1999	1,1	-0,1	2,2	0,0

1) Le differenze tra le previsioni fornite dalle diverse istituzioni possono essere dovute in parte a differenti ipotesi sulle variabili esogene.

2) Differenza tra l'ultima proiezione e quella precedente.

3) National Institute of Economic and Social Research.

4) Gli aggregati per l'area dell'euro considerati dal NIESR e dal Consensus escludono il Lussemburgo, per il quale i dati non sono disponibili.

Le incertezze sull'evoluzione dell'attività economica rimangono prevalentemente di segno negativo. In particolare, una contrazione dei profitti delle imprese, legata a una più bassa domanda per le esportazioni dell'area, potrebbe determinare un rallentamento degli investimenti privati, un più accentuato calo delle scorte e una più debole espansione dell'occupazione. Inoltre, un peggioramento significativo del clima di fiducia, che aveva raggiunto livelli storicamente elevati a cavallo della fine del 1998, potrebbe rappresentare un fattore di rischio per la possibilità di aumenti sostenuti nei consumi privati. Pur se i rischi associati all'evoluzione del contesto internazionale possono essere oggi considerati meno pronunciati, essi rimangono comunque tra i principali elementi di incertezza nella definizione del quadro previsivo (cfr. anche la sezione 5).

Attese di un miglioramento nelle condizioni del mercato del lavoro, anche se inferiore rispetto al 1998

In generale, vi è l'attesa che le condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro continuino a migliorare nel 1999; il tasso di disoccupazione è sceso di circa 0,8 punti percentuali nel 1998, e ha raggiunto lo scorso gennaio il 10,6 per cento. Tuttavia, secondo le previsioni considerate, l'occupazione continuerà ad aumentare a un ritmo inferiore a quello registrato nel 1998. Un calo più pronunciato della disoccupazione richiede riforme strutturali molto più profonde in numerosi paesi.

Procede lentamente l'azione di riequilibrio dei conti pubblici

Le politiche fiscali per il 1999, quali risultano dagli obiettivi di bilancio di quasi tutti i governi, hanno un orientamento sostanzialmente neutrale per l'insieme dell'area dell'euro. Infatti la riduzione prospettata per il 1999 di 0,4 punti percentuali nella media ponderata del rapporto disavanzo/PIL dovrebbe essere interamente attribuibile al calo della spesa per interessi in rapporto al PIL. Pertanto, gli obiettivi di bilancio nazionali non prevedono progressi significativi nel processo di riequilibrio fiscale e piuttosto rappresentano un rallentamento rispetto agli sforzi compiuti nel 1997, con l'eccezione di quei paesi che devono compensare nel 1998 il venir meno di provvedimenti di natura transitoria introdotti nell'anno precedente. Più di recente, in considerazione della crescita inferiore alle attese di alcune componenti della domanda, alcuni governi hanno preso in considerazione la possibilità di lasciare agire senza restrizioni gli stabilizzatori automatici, almeno dal lato delle entrate. Tale politica sarebbe compatibile con il raggiungimento degli obiettivi di bilancio annunciati, poiché l'impatto sulle entrate fiscali della minore crescita, in particolare delle esportazioni, non dovrebbe essere di dimensioni elevate. In aggiunta a ciò, tuttavia, le attese di rallentamento nell'attività hanno alimentato richieste affinché le politiche fiscali assumano un orientamento più espansivo, volto a bilanciare la crescita più debole di alcune componenti della domanda. Tuttavia, un allentamento discrezionale delle politiche fiscali, determinando un aumento dei disavanzi strutturali, potrebbe accrescere l'incertezza sull'orientamento della politica fiscale nel futuro e sul raggiungimento degli obiettivi fissati dal Patto di stabilità e crescita.

Attese di aumenti moderati nei prezzi al consumo

Anche le prospettive per gli incrementi dei prezzi al consumo nel 1999 sono state gradualmente riviste al ribasso, in parte a causa di un'evoluzione dei prezzi dell'energia più debole di quanto inizialmente previsto. Sebbene l'inflazione potrebbe tornare a salire nel corso del 1999, soprattutto a causa dell'impatto sull'indice generale di una stabilizzazione o di un lieve rialzo dei prezzi dell'energia, nella media del 1999 si prevede che essa rimanga decisamente al di sotto del 2 per cento.

Al momento non vi sono attese di forti pressioni né al rialzo né al ribasso sui prezzi al consumo. Vi potrebbe essere un'ulteriore spinta al ribasso dell'inflazione al consumo nell'area dell'euro se i prezzi internazionali dovessero ancora una volta rivelarsi più deboli del previsto. Inoltre, gli effetti dell'accresciuta pressione concorrenziale derivante dal Mercato unico e dalla deregolamentazione in atto nel settore dei servizi di pubblica utilità, sebbene incerti nel breve termine, possono rappresentare un fattore di contenimento della dinamica dei prezzi al consumo. Pressioni al rialzo potrebbero invece provenire da recenti accordi salariali e dall'evoluzione del tasso di cambio. Nel complesso, le prospettive di stabilità dei prezzi rimangono favorevoli, con incrementi dei prezzi compatibili con la definizione quantitativa di stabilità adottata dal Consiglio direttivo della BCE.

nel corso del 1998 e all'inizio del 1999. Sulla base dei dati preliminari dell'indagine di febbraio presso i consumatori, diffusi dalla Commissione europea, il clima di fiducia dei consumatori non sembra essere migliorato ulteriormente. Tuttavia, se si guarda ai dati nazionali, che consentono di esaminare un periodo più esteso, il livello attuale della fiducia dei consumatori non solo è il più alto dal 1985, cioè dalla data di inizio dell'indicatore per l'area dell'euro, ma sembra anche avvicinarsi ai livelli massimi raggiunti nei primi anni settanta.

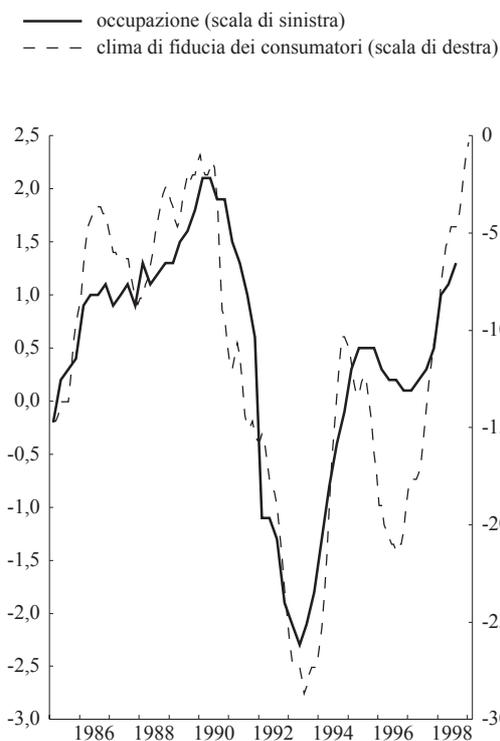
I principali fattori all'origine del rafforzamento dei consumi sono costituiti dall'aumento netto dell'occupazione registrato nel 1998 e dall'ulteriore rallentamento dei prezzi al consumo, che ha consentito una maggiore crescita del reddito in termini reali. Inoltre, l'andamento del mercato azionario e i più bassi tassi di interesse possono aver contribuito a un miglioramento della situazione finanziaria delle famiglie durante lo scorso anno. Dal 1985 il legame tra la crescita dell'occupazione e il clima di fiducia dei consumatori è molto stretto (cfr. fig. 14). Pertanto, nella misura in cui il miglioramento del clima di fiducia dei consumatori nell'ultimo anno può ricollegarsi alla creazione netta di posti di lavoro (vedi oltre), una crescita sostenibile dell'occupazione potrebbe costituire un importante elemento per mantenerlo sugli attuali alti livelli.

Al contrario, la dinamica degli investimenti fissi lordi si è attenuata nel quarto trimestre 1998, mentre è stato positivo il contributo fornito dall'accumulazione di scorte. Complessivamente, investimenti e scorte hanno concorso alla crescita del PIL in termini reali per 0,2 punti percentuali nel quarto trimestre (0,7 punti percentuali nel primo trimestre; 0 nel secondo e nel terzo). Il recente rallentamento degli investimenti può essere attribuito a una serie di fattori, tra cui l'impatto di una domanda esterna più debole. Esaminando con maggiore dettaglio i recenti andamenti ciclici, si rileva che la dinamica modesta degli investimenti è stata una delle ragioni del mancato verificarsi di una ripresa più vigorosa sia nel 1994-95 sia dal 1996 in poi; questa dinamica può essere considerata una caratteristica preoccupante delle tendenze attuali della domanda, poiché indicativa della lentezza con cui avviene l'espansione del potenziale di crescita per gli anni a venire

Figura 14

Occupazione e clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; per il clima di fiducia, saldi percentuali, medie mobili centrate di tre mesi)



Fonti: elaborazioni della BCE sulla base dei dati nazionali non armonizzati disponibili e Commissione europea Business and Consumer Surveys.

Nota: per ulteriori informazioni su dati utilizzati, si vedano le rispettive tavole e figure nella sezione Statistiche dell'area dell'euro in questo Bollettino. Tutti i dati sono destagionalizzati; i dati sull'occupazione sono trimestrali; per i periodi precedenti il 1992, i dati per la Germania comprendono la sola Germania occidentale.

(per un riesame più dettagliato del recente andamento degli investimenti nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 3).

Sulla base dei dati di contabilità nazionale disponibili, l'accumulazione di scorte ha fornito un importante contributo allo sviluppo della domanda interna nell'area dell'euro, in particolare dalla metà del 1997. Prima del quarto trimestre 1998, il suo apporto alla crescita era stato decrescente in termini congiunturali, passando da 0,3 punti percentuali nel primo trimestre a 0,1 nel secondo, mentre nel terzo l'accumulazione delle scorte aveva avuto sulla crescita del PIL un impatto negativo pari a 0,4 punti percentuali. Misurato sulla variazione rispetto al trimestre corrispondente,

Riquadro 3

Gli investimenti nell'area dell'euro

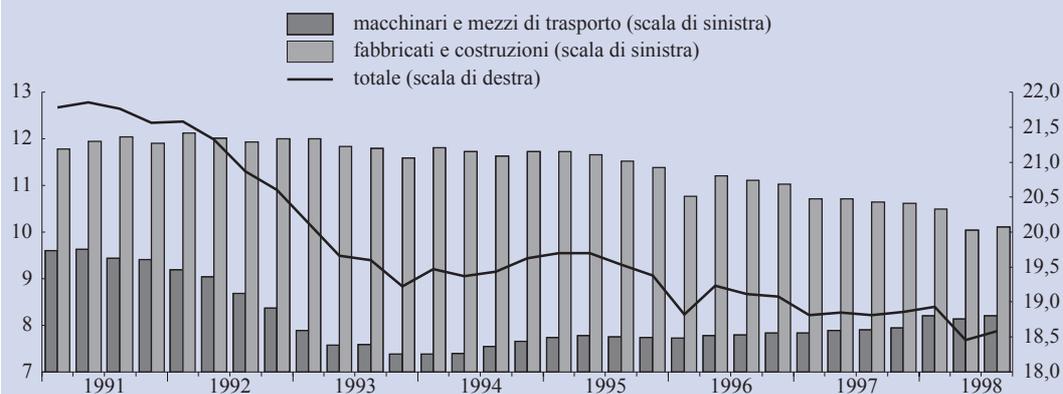
Nel complesso dell'area dell'euro, la formazione lorda di capitale fisso è aumentata del 4,2 per cento nel 1998, rispetto a una crescita di poco inferiore al 2 per cento nell'anno precedente. Il contributo degli investimenti alla crescita del PIL in termini reali è salito a 0,8 punti percentuali nel 1998, contro 0,4 nel 1997, ed è risultato il più elevato dal 1990; insieme con l'andamento vivace dei consumi privati, gli investimenti hanno sostenuto l'accelerazione complessiva della produzione registrata lo scorso anno. Tuttavia, in una prospettiva di medio periodo, la crescita degli investimenti è da vari anni relativamente modesta, ed è in qualche modo sorprendente che essa non abbia risposto in maniera più vigorosa alla ripresa dell'attività economica che ha avuto luogo dalla metà del 1995. Il rapporto tra investimenti e PIL, misurato a prezzi correnti, è sceso in modo significativo dai livelli massimi raggiunti all'inizio degli anni novanta, prossimi al 22 per cento, fino a circa il 18,5 per cento nel 1998 (cfr. la figura riportata qui sotto). L'andamento degli investimenti è stato leggermente migliore se misurato a prezzi costanti, poiché il prezzo relativo dei beni di investimento ha mostrato una tendenza alla diminuzione, almeno in parte derivante dalla forte tendenza al ribasso dei prezzi di molti beni di investimento ad alta tecnologia, quali per esempio i personal computer e il software.

Gli investimenti sono non soltanto una componente significativa del PIL totale, ma sono importanti anche perché accrescono il potenziale produttivo dell'economia, purché le spese in conto capitale siano allocate in modo efficiente. Pertanto, una tendenza persistente al calo degli investimenti potrebbe essere motivo di preoccupazione in una prospettiva di lungo termine.

L'Eurostat fornisce, per gli anni dal 1991, una scomposizione degli investimenti nell'area dell'euro in due componenti: macchinari e mezzi di trasporto ed edilizia. Il tasso di crescita annuale degli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto (che è normalmente un po' più variabile di quello degli investimenti in costruzioni e rappresenta circa il 40 per cento del totale) è salito più rapidamente dalla metà del 1994, mentre il livello degli investimenti nel settore edile è rimasto sostanzialmente immutato (ed è anche leggermente diminuito nell'ultimo trimestre del 1998); negli ultimi trimestri, gli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto sono aumentati a un tasso intorno all'8 per cento sul periodo corrispondente. Questa dinamica degli investimenti in macchinari e mezzi di trasporto fa seguito a una diminuzione relativamente forte nella prima parte degli anni novanta. Benché la scomposizione degli investimenti in pubblici e privati non sia al momento disponibile per l'area dell'euro, il rapporto tra investimenti pubblici e PIL è diminuito negli ultimi anni, in gran parte in conseguenza degli sforzi di riequilibrio dei bilanci pubblici degli Stati membri dell'area, e anche questo ha contribuito a determinare tassi di investimento più bassi.

Componenti degli investimenti

(in percentuale del PIL; dati trimestrali)



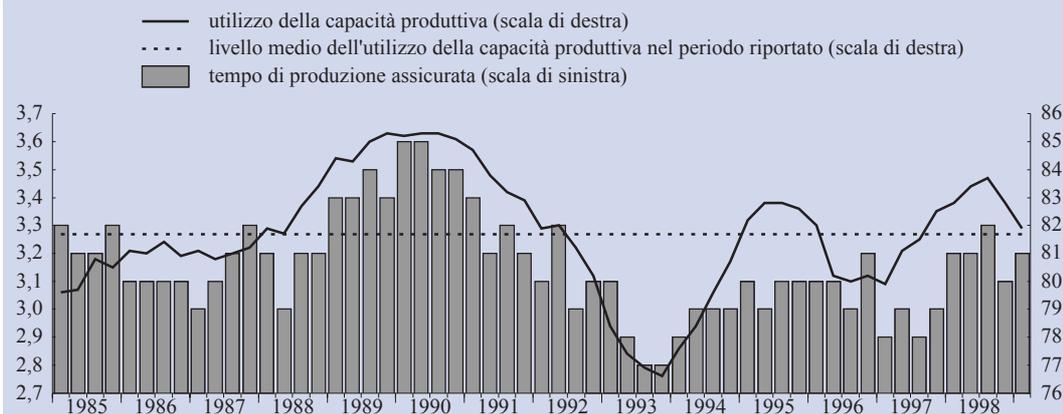
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le intenzioni di investimento per il 1999 possono aver risentito della crisi dei mercati emergenti. Secondo un'indagine effettuata per conto della Commissione europea nei mesi di ottobre e novembre dello scorso anno, per il 1999 si prevede una riduzione del tasso di crescita degli investimenti, sia in valore sia in volume, rispetto all'anno precedente. Il rallentamento della domanda mondiale, che si è riflesso nei dati sulla produzione industriale, e la prevista diminuzione della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro nel 1999 indicano che potrebbe essersi ridotta la necessità immediata di espandere la capacità produttiva. Le stime relative al grado di utilizzo della capacità produttiva hanno registrato un calo e indicano ora un valore prossimo alla media di lungo periodo (cfr. la figura). Inoltre, in alcuni paesi può esservi una certa esitazione a effettuare ulteriori investimenti in presenza di prospettive incerte sull'orientamento delle politiche tributarie e di un andamento dei salari non facilmente prevedibile o che minaccia di erodere la redditività degli investimenti.

Tuttavia, vi sono anche alcuni fattori positivi che possono contribuire a sostenere la spesa per investimenti. I dati sulla durata della produzione assicurata dagli ordini correnti non si collocano ancora su livelli così bassi da giustificare un brusco calo degli investimenti. Inoltre, il basso livello dei tassi di interesse nominali a breve e lungo termine e di quelli reali, insieme con l'esuberanza del mercato azionario, sembrerebbe indicare che anche le condizioni finanziarie sono molto favorevoli per gli investimenti.

Utilizzo della capacità produttiva e tempo di produzione assicurata

(rispettivamente, in percentuale e in numero di mesi; dati trimestrali)



Fonte: Commissione europea Business and Consumer Surveys ed elaborazioni della BCE.

il contributo dell'accumulazione delle scorte era stato prossimo all'1,0 per cento per trimestre nel periodo che va dalla metà del 1997 alla metà del 1998, prima di decrescere: un contributo così elevato può essere considerato in certa misura anomalo, in particolare quando si consideri il prolungato periodo di accumulazione positiva di scorte; non sarebbe quindi sorprendente se parte di questa accumulazione venisse corretta al ribasso nella revisione dei dati. Complessivamente, negli anni recenti si delinea chiaramente un ciclo delle scorte nell'area dell'euro, con una considerevole accumulazione fino alla metà del 1998 e una successiva flessione (cfr. fig. 15).

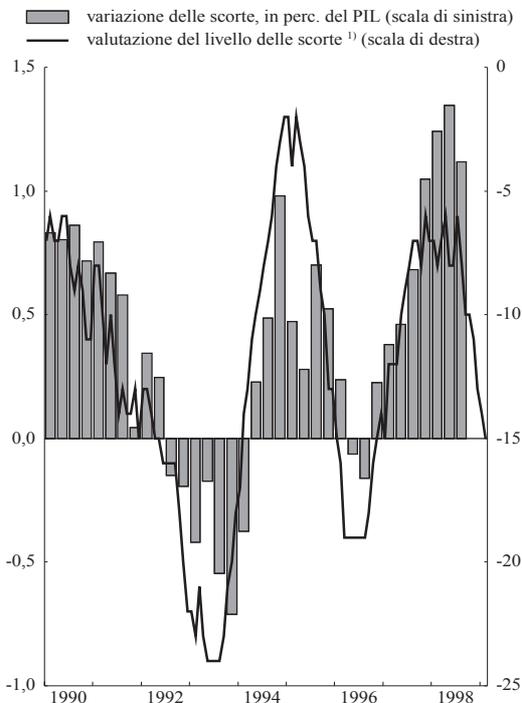
I dati della contabilità nazionale e quelli rilevati nell'indagine mensile presso le imprese, condotta

della Commissione europea, sulla valutazione delle scorte di prodotti finiti sono tra loro ragionevolmente coerenti. Entrambe le serie indicano che le scorte hanno cominciato a crescere verso la metà del 1996 e hanno probabilmente raggiunto un livello massimo nella prima metà del 1998. Un'area di possibile contrasto tra i due indicatori risiede nel fatto che i dati dell'indagine tendono a suggerire che il livello raggiunto recentemente dalle scorte sia più basso del precedente picco del periodo 1994-95, mentre quelli della contabilità nazionale indicano un livello più alto di quello registrato anche nel 1990-91; come già rilevato, alcune di queste differenze potrebbero essere riconciliate qualora i dati di contabilità nazionale relativi all'accumulazione delle scorte venissero rivisti al ribasso. In pro-

Figura 15

Variazione delle scorte nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; saldi percentuali per la valutazione del livello delle scorte)



Fonti: Eurostat, Commissione europea Business and Consumer Surveys ed elaborazioni della BCE.

Nota: tutti i dati sono destagionalizzati.

1) Con il segno invertito.

spettiva, sembra possibile ipotizzare che, almeno fino alla prima parte del 1999, il contributo alla crescita dell'accumulazione delle scorte rimanga negativo; tuttavia, dato il grado di incertezza che circonda l'esatto livello attuale delle scorte appare più difficile da valutare la misura di tale aggiustamento dello stock.

Infine, il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL è risultato più variabile negli ultimi trimestri; in termini congiunturali, esso è divenuto negativo nel quarto trimestre, dopo essere stato positivo nei precedenti due trimestri. Una ulteriore analisi delle esportazioni e delle importazioni per l'area dell'euro è contenuta nella sezione 5.

La produzione industriale è calata in modo significativo in dicembre

I dati più recenti sulla produzione industriale forniscono ulteriori segnali di un rallentamento del-

l'attività economica verso la fine del 1998. I dati diffusi dall'Eurostat comprendono ora anche il mese di dicembre e contengono importanti revisioni, con riferimento sia alla produzione industriale totale sia alle sue principali componenti nei primi mesi dell'anno.

I dati di dicembre segnano un marcato declino della produzione rispetto ai livelli di novembre. Sulla base dei dati più recenti, si stima che in dicembre la produzione industriale nell'area dell'euro abbia subito un calo dello 0,4 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, con una riduzione dell'1 per cento solo tra novembre e dicembre. Negli ultimi mesi il tasso di variazione sui 12 mesi della produzione industriale è diminuito; in dicembre, per la prima volta dal 1996, esso è risultato negativo. Considerando i tassi di crescita sul mese precedente, i dati di dicembre contrastano con l'andamento generalmente stabile del livello della produzione osservato nel periodo aprile-novembre 1998, durante il quale le variazioni mensili della produzione sono state comprese in un intervallo tra -0,3 e 0,4 per cento, risultando in media inferiori allo 0,1 per cento. Il calo della produzione manifatturiera è stato simile a quello registrato dalla produzione industriale totale.

Si stima attualmente che le variazioni medie mensili della produzione di beni durevoli, beni intermedi e beni di consumo da luglio a dicembre 1998 siano state tutte lievemente negative. Le revisioni al ribasso sono state particolarmente significative per i dati relativi al settore dei beni intermedi. L'analisi dei dati sembra suggerire che l'indebolimento nella produzione di beni intermedi si sia manifestato prima di quello osservato negli altri due settori, mentre il livello di produzione dei beni durevoli è stato il più alto nei mesi recenti. In dicembre, tuttavia, si è registrato un calo significativo di produzione di tutte e tre le principali categorie di beni.

Il clima di fiducia delle imprese industriali si deteriora ulteriormente

L'indice del clima di fiducia delle imprese industriali, che in passato è stato fortemente correlato alla produzione, è calato ulteriormente in base

ai dati provvisori dell'indagine di febbraio della Commissione europea presso le imprese industriali, che fanno riferimento al clima di fiducia osservato nel periodo dicembre 1998 - gennaio 1999 (cfr. fig. 16). Questo peggioramento è seguito alla sostanziale stazionarietà registrata nel mese precedente; tuttavia, il livello del clima di fiducia è ancora vicino a quello medio osservato dal 1985, ben al di sopra sia del punto più basso toccato nel 1992-93, quando si verificò una forte caduta della produzione industriale, sia del livello minimo del 1995-96. Peraltro, i dati più recenti suggeriscono che la situazione nel settore industriale potrebbe aver continuato a deteriorarsi dall'inizio dell'anno. Ulteriori segnali a sostegno di questa ipotesi provengono dal fatto che, sulla base dei dati più recenti, la valutazione degli ordini (inclusi

quelli esteri) ha mostrato un calo e si colloca attualmente un poco al di sotto del livello medio di lungo periodo.

La media mobile centrata di tre mesi delle variazioni annuali dell'indice del clima economico pubblicato dalla Commissione europea (che combina i dati del clima di fiducia delle imprese industriali, di quelle del settore delle costruzioni e dei consumatori, nonché i dati sui cambiamenti dei prezzi delle azioni) è cresciuta negli ultimi mesi, anche se più lentamente che all'inizio del 1998 (principalmente per effetto delle variazioni dei prezzi delle azioni). Sebbene essa rimanga al di sotto del livello massimo raggiunto a metà del 1998, si situa comunque ben al di sopra del valore medio di lungo periodo.

Come nei mesi precedenti, l'andamento del settore manifatturiero e quello del commercio al dettaglio continuano a essere contrastanti. Gli ultimi dati sulle vendite al dettaglio mostrano solo un moderato rallentamento rispetto ai pe-riodi precedenti, con un tasso di crescita rimasto sostanzialmente stabile nel corso dell'anno. Nella media dei tre mesi terminanti a novembre del 1998, le vendite al dettaglio sono cresciute del 2,9 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Anche le immatricolazioni di nuove autovetture, altro indicatore della domanda di consumi, hanno continuato a crescere all'inizio del 1999. Nei tre mesi terminanti a gennaio, le vendite di automobili sono cresciute del 9 per cento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, mantenendo quindi l'elevato ritmo di crescita registrato nel 1998.

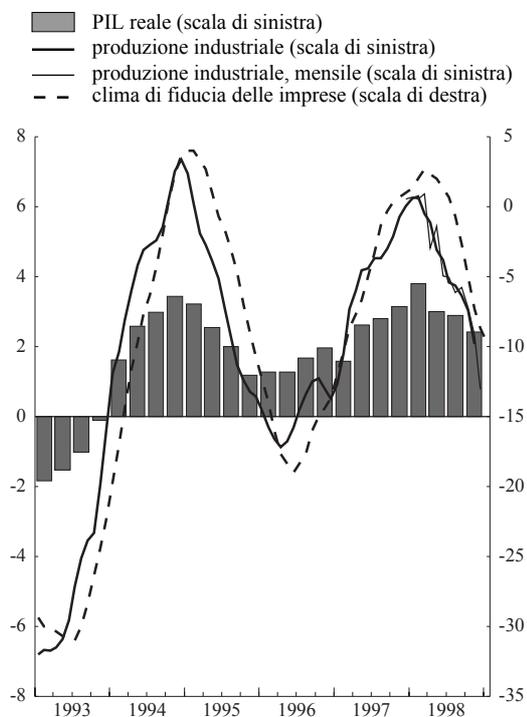
L'attività nel settore delle costruzioni rimane a livelli moderati

I dati relativi al settore delle costruzioni indicano che, nonostante alcune indicazioni di un'attività più intensa nel primo trimestre del 1998, quando la produzione era cresciuta del 2,8 per cento rispetto all'anno precedente, questo livello non è stato mantenuto nei restanti trimestri dell'anno. Si stima che, nell'insieme del 1998 l'attività edilizia si sia contratta di poco più dell'1 per cento. Allo stesso

Figura 16

Produzione e clima di fiducia delle imprese industriali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue; saldi percentuali per il clima di fiducia delle imprese)



Fonti: Eurostat e Commissione europea Business and Consumer Surveys.

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

tempo, tuttavia, l'indicatore del clima di fiducia nel settore ha registrato un miglioramento rispetto ai bassi livelli osservati nel 1996 e 1997.

Prospettive contrastanti per l'occupazione totale

I dati disponibili fino al quarto trimestre del 1998 indicano una crescita sostenuta dell'occupazione per l'intera economia (cfr. fig. 14). In particolare, nel terzo trimestre del 1998 si è registrato un aumento dell'occupazione totale, rispetto al trimestre corrispondente, dell'1,4 per cento, particolarmente elevato nel confronto storico: valori più alti si sono osservati solo nel periodo precedente alla crisi petrolifera del 1973 e tra la fine degli anni ottanta e il 1990. Allo stesso tempo, però, questi dati indicano che la creazione di posti di lavoro potrebbe aver subito un rallentamento nei settori caratterizzati da una minore crescita della produzione, in particolare in quello manifatturiero, mentre l'occupazione negli altri settori dell'economia avrebbe continuato a crescere. Come rilevato nel Bollettino di febbraio, in termini congiunturali la crescita dell'occupazione nel settore manifatturiero si è significativamente ridotta nel terzo trimestre del 1998, allo 0,3 per cento (era stata pari all'1,2 per cento e allo 0,8 per cento, rispettivamente, nel primo e nel secondo trimestre). Al contrario, la crescita congiunturale dell'occupazione totale, pari allo 0,4 per cento nel terzo trimestre del 1998, è rimasta immutata rispetto ai livelli osservati in precedenza nell'anno. Considerata l'evidenza parziale disponibile per i mesi a cavallo della fine dell'anno, questa tendenza potrebbe essere proseguita più recentemente e potrebbe estendersi ulteriormente alla parte iniziale del 1999.

Si prevede che l'occupazione nel settore manifatturiero sia calata

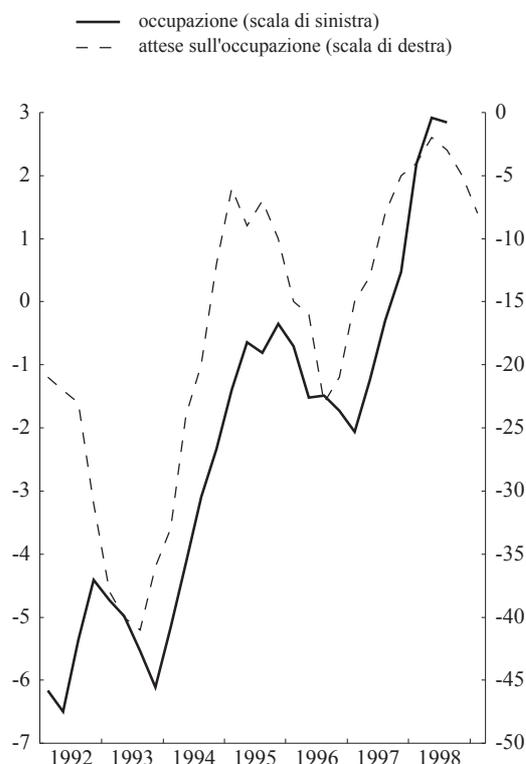
Le attese di un calo dell'occupazione nel settore manifatturiero trovano sostegno nelle indagini sul clima di fiducia delle imprese rese note dalla Commissione europea. Queste indicano che le previsioni dei datori di lavoro sulla crescita dell'occupazione nel settore ma-

nifatturiero (che rappresenta circa un quinto di quella totale) sono peggiorate dallo scorso autunno, in linea con i dati effettivi relativi al terzo trimestre del 1998. Inoltre, i risultati di queste indagini mostrano un ulteriore rallentamento verso la fine del 1998, e potrebbero indicare una caduta dell'occupazione effettiva nei mesi a cavallo della fine dell'anno. Sebbene i dati delle indagini debbano essere interpretati con cautela, essi hanno mostrato in passato caratteristiche anticipatrici degli effettivi andamenti dell'occupazione nel settore manifatturiero (cfr. fig. 17). Inoltre, i dati delle indagini sembrano coerenti sia con i dati nazionali disponibili sull'occupazione effettiva nel settore manifatturiero, sia con gli andamenti di alcuni indicatori a breve termine della produzione.

Figura 17

Occupazione e attese sull'occupazione nella industria manifatturiera nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; per le attese sull'occupazione, saldi percentuali; dati trimestrali)



Fonti: elaborazioni della BCE sulla base dei dati nazionali non armonizzati disponibili e Commissione europea Business and Consumer Surveys.

Nota: per ulteriori informazioni su dati utilizzati, si vedano le rispettive tavole e figure nella sezione Statistiche dell'area dell'euro in questo Bollettino. Tutti i dati sono stagionalizzati.

Le attese sull'occupazione nel settore delle costruzioni e nel commercio al dettaglio rimangono favorevoli

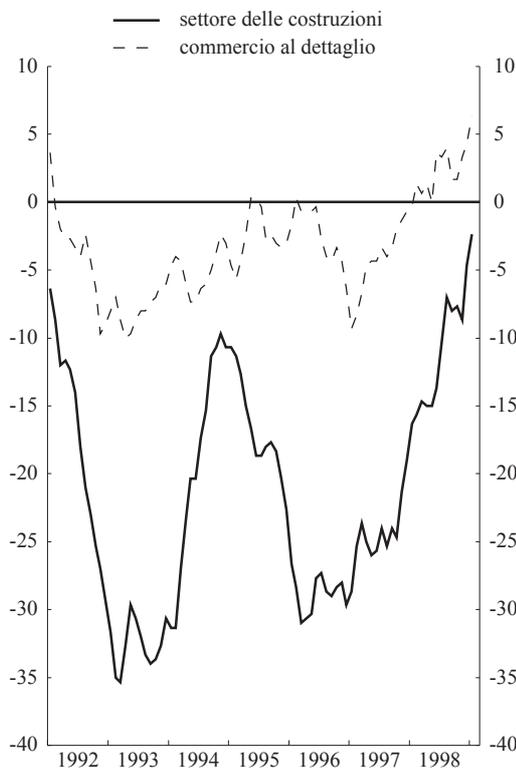
In contrasto con questi andamenti, indagini simili svolte nel settore delle costruzioni e in quello del commercio al dettaglio indicano attese più ottimistiche sull'occupazione (cfr. fig. 18). Questi due settori rappresentano rispettivamente circa l'8 e il 10 per cento dell'occupazione totale. Nel settore delle costruzioni la crescita continua delle attese sull'occupazione è in linea con la percezione più ottimistica dei datori di lavoro circa le prospettive per l'attività di costruzione. I dati recentemente forniti dall'Eurostat indicano che la crescita effettiva dell'occupazione in questo settore ha raggiunto il livello minimo nella primavera del 1998 e ha successivamente ripreso ad aumentare. Tuttavia, particolare cautela è richiesta nell'interpretazione di questi indicatori, poiché il legame tra le aspettative e gli

andamenti effettivi è tipicamente più debole nel settore delle costruzioni a causa, tra l'altro, di fattori non prevedibili come per esempio le condizioni atmosferiche. Nel commercio al dettaglio le attese sull'occupazione, sebbene piuttosto variabili, hanno seguito una chiara tendenza al rialzo dall'inizio del 1997; ciò risulta coerente con l'andamento delle vendite al dettaglio e con l'elevato livello del clima di fiducia dei consumatori.

Infine, con riferimento all'andamento dell'occupazione in altri settori dell'economia, non sono disponibili informazioni dettagliate per l'area dell'euro. Tuttavia, la crescita dell'occupazione in questi settori potrebbe essere continuata per tutto il 1998, in linea con il rafforzamento della domanda interna. Complessivamente, le prospettive di crescita dell'occupazione totale nel 1999 restano incerte e possono dipendere in larga misura dal fatto che la debole crescita del settore manifatturiero si trasmetta o meno agli altri settori.

Figura 18

Attese sull'occupazione nell'area dell'euro
(saldi percentuali; medie mobili centrate di tre mesi)



Fonte: Commissione europea Business and Consumer Surveys.
Nota: tutti i dati sono destagionalizzati.

Riduzione solo graduale dei tassi di disoccupazione

Secondo l'Eurostat, il tasso di disoccupazione standardizzato nell'area dell'euro era pari a gennaio 1999 al 10,6 per cento, ovvero 0,1 punti percentuali in meno rispetto al dicembre 1998 (il dato di dicembre è stato rivisto al ribasso dal 10,8 al 10,7 per cento). Il tasso di disoccupazione è calato di 1,1 punti percentuali da giugno 1997, quando aveva raggiunto il valore massimo di 11,7 per cento. I progressi verso un tasso di disoccupazione basso e sostenibile sono stati molto gradualmente e potrebbero anche aver registrato un rallentamento nell'ultimo periodo: la riduzione media mensile del tasso di disoccupazione rispetto all'ultimo picco è stata notevolmente inferiore a 0,1 punti percentuali; inoltre, il recente calo di gennaio è avvenuto dopo che per tre mesi il livello di disoccupazione era rimasto invariato. Il recente andamento può essere anche stato influenzato da condizioni climatiche favorevoli che hanno sostenuto l'occupazione nel settore delle costruzioni (un fattore che potrebbe avere un effetto opposto in febbraio). Misurata in termini del numero assoluto di disoccupati, la riduzione totale da giugno 1997 a gennaio 1999 è stata pari a 1.416.000 unità. La riduzione su base mensile è passata da una me-

dia di 100.900 unità durante la prima metà dello scorso anno a una media di 58.200 unità nella seconda metà. Questo rallentamento potrebbe anche essere dovuto a un aumento della crescita delle forze di lavoro, poiché la popolazione inattiva potrebbe essere stata incoraggiata a entrare o tornare sul mercato del lavoro dalla percezione di migliori prospettive di impiego.

Quando si considera la disoccupazione disaggregata per gruppi di età, è chiaro che la riduzione complessiva è strettamente legata alla riduzione della disoccupazione tra i giovani al di sotto dei 25 anni. In questa categoria, che rappresenta solo un quarto della disoccupazione totale, il numero delle persone senza lavoro si è ridotto di 464.700 unità, che corrispondono a un terzo della riduzione totale. Sebbene la riduzione della disoccupazione giovanile sia un importante obiettivo delle politiche economiche, sostenuto da appositi progetti e da programmi statali di formazione, questo scenario rivela nondimeno che non vi è ancora una tendenza generalizzata alla riduzione del tasso di

disoccupazione. Infatti, a gennaio 1998 il numero di disoccupati tra le persone di età superiore a 25 anni risultava inferiore dell'8,5 per cento rispetto al picco di giugno 1997, una riduzione pari ai due terzi di quella della disoccupazione giovanile nello stesso periodo.

Ridurre il tasso di disoccupazione costituisce la sfida più importante per l'area dell'euro. In generale, sebbene alcuni progressi siano stati fatti, la riduzione non è stata finora sufficiente per raggiungere livelli di disoccupazione più tollerabili, nonostante la continua forte crescita dell'attività economica per buona parte del 1998. Ciò indica che nel mercato del lavoro dell'area dell'euro permangono significativi problemi di carattere strutturale e sottolinea la particolare necessità di riforme strutturali più incisive per sviluppare la domanda di lavoro. Al riguardo, le evidenze disponibili suggeriscono che governi e parti sociali dovrebbero concentrarsi sulla riduzione delle rigidità del mercato del lavoro e sul mantenimento di un quadro di moderazione salariale.

4 La finanza pubblica

Evoluzione dei conti pubblici nel 1998

L'azione di riequilibrio delle finanze pubbliche è proceduta a un ritmo relativamente lento nel 1998, lasciando i disavanzi delle Amministrazioni pubbliche a livelli elevati, tali da non consentire una rapida riduzione del rapporto debito/PIL. Secondo le previsioni della Commissione europea dell'autunno 1998, che al momento della pubblicazione di questo Bollettino rappresentano la fonte più aggiornata di dati confrontabili per l'area dell'euro riguardo alle variabili di finanza pubblica, il disavanzo medio ponderato per l'area dell'euro nel 1998 è stato del 2,3 per cento del PIL, con una riduzione di soli 0,2 punti percentuali rispetto al 1997. Sulla base dei dati nazionali, più recenti ma non perfettamente confrontabili, il rapporto disavanzo/PIL nell'area dell'euro risulterebbe lievemente inferiore a quanto stimato dalla Commissione europea nell'autunno 1998; esso sarebbe comunque assai più vicino al valore del

3 per cento, indicato nel Trattato come riferimento per i disavanzi eccessivi, che al pareggio (cfr. tav. 4).

La forte crescita economica ha contribuito al miglioramento delle posizioni di bilancio. Tuttavia, nella media dell'area gli effetti positivi del ciclo economico non sono stati utilizzati appieno per ridurre il rapporto disavanzo/PIL; al contrario, parte di tali benefici è stata assorbita da più elevati disavanzi strutturali. Pertanto la riduzione, peraltro molto contenuta (0,2 punti percentuali), è stata determinata esclusivamente dall'elevata crescita economica e non da una reale azione di riequilibrio dei conti pubblici. Inoltre, i paesi dell'area hanno beneficiato dei bassi tassi di interesse, che hanno contribuito a ridurre la spesa per interessi in media di 0,4 punti percentuali nell'area. I risparmi derivanti dalla riduzione della spesa per interessi sono stati utilizzati dai governi per ridurre il prelievo fiscale, mentre la riduzione della spesa primaria in percentuale del PIL è stata molto limita-

Tavola 4**Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro ¹⁾***(in percentuale del PIL)*

	1997 ²⁾	1998 ³⁾
Totale entrate correnti	47,3	46,7
di cui: Imposte dirette	12,2	12,4
Imposte indirette	13,5	14,0
Contributi sociali	18,2	17,0
Totale spese	49,8	49,1
di cui: Trasferimenti correnti	24,0	23,7
alle famiglie	20,5	20,2
Pagamenti effettivi per interessi	5,1	4,7
Consumi pubblici	17,9	17,8
Spese nette in conto capitale ⁴⁾	2,7	3,0
Investimenti pubblici	2,4	2,3
Avanzo (+) o disavanzo (-)	-2,5	-2,3
Avanzo (+) o disavanzo (-) primario	2,6	2,4
Saldo di bilancio corretto per il ciclo economico	-1,9	-2,1
Debito lordo	75,3	73,8

Fonte: Commissione europea (DGII e Eurostat) per i dati relativi agli Stati membri; aggregazioni per l'area dell'euro a cura della BCE.

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

2) Stime.

3) Proiezioni.

4) *Pari a:* totale spese - trasferimenti correnti - pagamenti effettivi per interessi - consumi pubblici.

ta. Il rapporto tra avanzo primario e PIL dell'area dell'euro ha quindi registrato un deterioramento, dopo il costante miglioramento degli ultimi anni.

L'evoluzione dei conti pubblici nel corso del 1998 è stata determinata in parte dal venire meno degli effetti dei provvedimenti di natura temporanea adottati nel 1997 da numerosi Stati membri per ridurre i disavanzi delle Amministrazioni pubbliche. Tali provvedimenti producono effetti positivi nel corso di un solo anno, oppure consentono un miglioramento della situazione del bilancio a scapito di quelli futuri ovvero hanno un effetto meramente contabile; per la loro natura, essi non contribuiscono quindi alla sostenibilità delle posizioni di bilancio. Pertanto, al solo fine di mantenere le posizioni raggiunte nel 1997, e ancor più per raggiungere obiettivi più ambiziosi, i paesi che avevano fatto ricorso a provvedimenti di natura temporanea hanno dovuto assumere ulteriori misure correttive nel 1998; in altre parole, le azioni di riequilibrio dei conti pubblici adottate nel 1998 non si sono tradotte appieno in una riduzione del disavanzo, dovendo in parte compensare i provvedimenti di natura temporanea attuati nel 1997. Dai dati disponibili, sembrerebbe che l'andamento dei bilanci nel 1998 sia stato influenzato in misura modesta da nuovi provvedimenti temporanei.

Con riferimento all'evoluzione delle singole voci di bilancio, la limitata riduzione complessiva del disavanzo nel 1988 (0,2 punti percentuali del PIL) è stata il risultato di una riduzione, in percentuale del PIL, delle spese delle Amministrazioni pubbliche superiore alla contrazione delle entrate. Mentre nel 1996 e nel 1997 la riduzione dei disavanzi era stata in parte realizzata con un aumento delle entrate, la strategia di politica fiscale perseguita nel 1998 è stata volta a ridurre il rapporto disavanzo/PIL senza aumentare il rapporto entrate/PIL; ciò può considerarsi appropriato, anche se l'entità della riduzione del disavanzo è stata troppo modesta. Allo stesso tempo, i rapporti entrate/PIL, pur registrando una flessione, si sono mantenuti su livelli elevati, con forti effetti disincentivanti per l'attività economica. Dall'analisi della composizione delle entrate delle Amministrazioni pubbliche risulta che l'incidenza delle imposte sul PIL è aumentata nel 1998, mentre quella dei contributi sociali ha registrato una riduzione. Tutte le principali voci di spesa (trasferimenti correnti alle famiglie, consumi pubblici, pagamenti per interessi) hanno contribuito a ridurre l'incidenza della spesa pubblica sul PIL, mentre la quota degli investimenti pubblici sul PIL si è mantenuta relativamente stabile, attestandosi su un livello relativamente basso. Contemporaneamente, la spesa per investimenti pubblici è risultata lievemente più

elevata dei disavanzi complessivi delle Amministrazioni pubbliche (cfr. tav. 4).

Evoluzione del debito pubblico nel 1998

Il debito pubblico medio nell'area dell'euro risultava pari al 73,8 per cento del PIL alla fine del 1998, 1,5 punti percentuali in meno rispetto all'anno precedente. Con riferimento all'evoluzione del debito, i cosiddetti aggiustamenti disavanzo/debito hanno svolto un ruolo non trascurabile nel ridurre il rapporto debito/PIL, così come già era avvenuto nel 1997. Tali aggiustamenti riflettono transazioni finanziarie di vario tipo che, pur non modificando il rapporto disavanzo/PIL, si riflettono sul livello del debito pubblico. Essi si verificano, in particolare, per effetto delle privatizzazioni, un tipo di iniziativa che è stata seguita negli ultimi anni da molti paesi dell'area. Gli aggiustamenti disavanzo/debito non contribuiscono, di per sé, a un miglioramento duraturo delle condizioni della finanza pubblica, nel senso che producono unicamente una riduzione *una tantum* del livello del debito, senza con ciò dar luogo a una stabile tendenza alla riduzione; essi possono tuttavia determinare una flessione permanente della spesa per interessi. Negli ultimi anni la composizione del debito

pubblico ha registrato uno spostamento a favore di strumenti di finanziamento a medio e a lungo termine.

Tendenze di medio termine della finanza pubblica

I programmi di finanza pubblica per il 1999, definiti ufficialmente negli obiettivi di bilancio, sembrano essere rivolti più a stimolare la crescita della domanda aggregata e dell'occupazione nel breve periodo che a risanare le finanze pubbliche. Gli orientamenti delle politiche di bilancio nel medio termine sono indicati nei programmi di stabilità che gli Stati membri hanno presentato alla Commissione europea in conformità con il Patto di stabilità e crescita (cfr. riquadro 4). La maggior parte dei paesi sono ancora lontani dall'obiettivo, previsto dal Patto di stabilità e crescita, di mantenere nel medio termine posizioni di bilancio "vicine al pareggio o in avanzo" e i progressi che si prevede di compiere nei prossimi anni verso il raggiungimento di questo obiettivo sono limitati. I programmi sembrano piuttosto scontare ipotesi di crescita economica sostenuta e di livelli moderati dei tassi di interesse, confidando negli effetti positivi, per le posizioni di bilancio, che da tali ipotesi derivano.

Riquadro 4

Obblighi dei paesi dell'area dell'euro riguardo alle politiche di bilancio, derivanti dal Trattato e dal Patto di stabilità e crescita

In base al Trattato, gli Stati membri, nella conduzione delle proprie politiche economiche, devono impegnarsi al raggiungimento degli obiettivi della Comunità. Devono inoltre considerare le proprie politiche economiche come una questione di interesse comune e coordinarle nell'ambito del Consiglio. Sarà compito del Consiglio formulare gli indirizzi di massima cui dovranno ispirarsi le politiche economiche degli Stati membri e tenere sotto osservazione l'evoluzione economica nel quadro di una sorveglianza multilaterale. A tal fine, gli Stati membri dovranno fornire informazioni, tra l'altro, sulle misure di rilievo da essi adottate nell'ambito della loro politica economica. Se la politica economica di uno Stato membro si rivelasse non coerente con gli indirizzi di massima o rischiasse di mettere a repentaglio l'ordinato funzionamento dell'Unione economica e monetaria, il Consiglio può rivolgere a tale Stato membro una raccomandazione e decidere di renderla pubblica.

Con riferimento in particolare alle politiche di bilancio, gli Stati membri devono evitare disavanzi eccessivi. Il rispetto della disciplina di bilancio verrà esaminato sulla base dei valori di riferimento per il disavanzo pubblico e il debito lordo in relazione al PIL, con alcune qualificazioni. In particolare, un rapporto disavanzo/PIL che ecceda il valore di riferimento può essere considerato non eccessivo, purché ciò avvenga solo in via eccezionale e temporanea e a patto comunque che esso rimanga prossimo al valore di riferimento. Nel valutare

le posizioni di bilancio si possono prendere in considerazione ulteriori informazioni, per esempio il livello degli investimenti pubblici in relazione al disavanzo. La decisione di qualificare come eccessivo il disavanzo di uno Stato membro spetta al Consiglio, su proposta della Commissione europea. Poiché l'assenza di disavanzi eccessivi era uno dei criteri per l'ammissione all'Unione economica e monetaria, i paesi dell'area dell'euro non presentano attualmente disavanzi eccessivi.

Una chiarificazione delle norme del Trattato in materia di politiche fiscali è stata effettuata dal Consiglio nel 1997 con l'adozione del Patto di stabilità e crescita. Il Patto ha come obiettivi (a) assicurare in modo durevole il rispetto del requisito di prudenza nella conduzione delle politiche di bilancio; (b) tenere sotto osservazione l'evoluzione di tali politiche al fine di individuare tempestivamente eventuali sforamenti. In tale contesto, il Consiglio sottolinea l'importanza di politiche di bilancio sane al fine di creare condizioni favorevoli alla stabilità dei prezzi, per una crescita forte e sostenibile e quindi per l'occupazione.

Quale strumento principale per assicurare in via permanente la solidità delle finanze pubbliche, il Patto di stabilità e crescita prevede l'impegno degli Stati membri di rispettare nel medio-lungo termine l'obiettivo di una posizione di bilancio vicina al pareggio o in avanzo. Questo obiettivo dovrebbe consentire ai paesi membri di affrontare fluttuazioni cicliche di normale ampiezza mantenendo il disavanzo di bilancio sotto il valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Disavanzi superiori al 3 per cento del PIL saranno considerati eccessivi, a meno che non abbiano carattere temporaneo e si manifestino in circostanze eccezionali e purché il disavanzo rimanga prossimo al valore di riferimento. Tali circostanze temporanee ed eccezionali sono definite come eventi al di fuori del controllo dello Stato membro, tali da avere un impatto rilevante sulla situazione finanziaria delle Amministrazioni pubbliche, oppure gravi recessioni. Il superamento del valore di riferimento come conseguenza di una grave recessione potrà, di norma, essere considerato di natura eccezionale se nell'anno si è registrata una caduta del PIL in termini reali pari ad almeno il 2 per cento. Una contrazione più contenuta del PIL in termini reali potrà configurarsi come eccezionale soltanto se tale valutazione è sostenuta da ulteriori elementi, per esempio il carattere improvviso della caduta del PIL o l'entità del suo scostamento cumulato dal sentiero di crescita prevalente in passato. Gli Stati membri si sono tuttavia impegnati a invocare questa possibilità solo in presenza di una grave recessione. Di norma, nel valutare la gravità di una recessione gli Stati membri prenderanno come riferimento una caduta del PIL annuale in termini reali superiore allo 0,75 per cento. La natura temporanea di un disavanzo superiore al 3 per cento dovrà risultare dalle previsioni sulla finanza pubblica pubblicate dalla Commissione europea: dovrà essere previsto che esso rientri entro il limite all'esaurirsi dell'evento di natura eccezionale o della grave recessione.

Se il Consiglio ritiene che uno Stato membro abbia un disavanzo eccessivo, formulerà nei suoi confronti una raccomandazione affinché prenda misure correttive. Le misure dovranno essere adottate dallo Stato Membro entro quattro mesi. Qualora, a giudizio del Consiglio, ciò non sia avvenuto il Consiglio stesso potrà imporre sanzioni. Queste assumeranno inizialmente la forma di un deposito infruttifero, di importo fissato in proporzione al PIL dello Stato membro; il deposito sarà convertito in ammenda se il disavanzo eccessivo dovesse persistere per più di due anni.

Per tenere sotto osservazione l'evoluzione della finanza pubblica e identificare con tempestività eventuali sforamenti, nonché al fine di coordinare le politiche economiche, nell'ambito del Patto di stabilità e crescita è stato istituito anche un meccanismo per la segnalazione tempestiva di eventuali problemi. A tale scopo, ogni anno gli Stati membri devono sottoporre al Consiglio e alla Commissione un programma di stabilità in cui enunciano gli obiettivi della politica di bilancio nel medio termine. I contenuti e la struttura dei programmi di stabilità seguono un modello predefinito. Il Consiglio dovrà emettere un parere sui programmi di stabilità e, qualora ritenga necessario un rafforzamento dei loro obiettivi e contenuti, potrà richiedere correzioni. Inoltre, la realizzazione dei programmi sarà tenuta sotto osservazione dal Consiglio, che, qualora individui divergenze di rilievo della posizione di bilancio rispetto agli obiettivi di medio termine indicati in un programma, rivolgerà una raccomandazione allo Stato membro in questione.

Poiché gli attuali programmi di finanza pubblica non contengono margini di sicurezza sufficienti a consentire che gli stabilizzatori automatici operino pienamente senza che i disavanzi divengano eccessivi, qualora dovesse manifestarsi un rallentamento forte e prolungato della crescita, i disavanzi delle Amministrazioni pubbliche rischierebbero di avvicinarsi al limite del 3 per cento. Inoltre, il debito pubblico permane su livelli troppo elevati e i rapporti debito/PIL hanno mostrato solo di recente una tendenza discendente, che tuttavia non può per il momento definirsi rapida. Pertanto, i livelli di indebitamento continuano a esercitare una forte pressione

sui conti pubblici, in quanto i pagamenti per interessi assorbono una quota elevata delle entrate. Inoltre, i bilanci delle Amministrazioni pubbliche (in particolare le spese per i sistemi pensionistici pubblici a ripartizione e per la sanità pubblica) risentiranno nel medio termine delle conseguenze finanziarie dell'invecchiamento della popolazione in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro. Per tali ragioni, i programmi di finanza pubblica dovrebbero non solo tenere conto delle conseguenze finanziarie di potenziali future recessioni, ma anche costituire riserve alle quali attingere per coprire le passività future implicite accumulate nel settore pubblico.

5 Lo scenario macroeconomico internazionale, i tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti

Lo scenario internazionale

Lo scenario internazionale ha mostrato alcuni segni di miglioramento

Dopo un periodo di grande incertezza nella seconda metà del 1998, le turbolenze nei mercati finanziari si sono recentemente attenuate e le condizioni macroeconomiche globali sono leggermente migliorate. Tuttavia, i segnali provenienti dai mercati finanziari mondiali e dagli indicatori economici sono ancora confusi, per il perdurare di andamenti ciclici divergenti tra le maggiori aree geografiche e il persistere dell'incertezza in alcuni mercati emergenti.

Tra gli aspetti positivi, esistono aspettative che la crescita negli Stati Uniti sia nel 1999 superiore a quanto precedentemente atteso; ciò sosterrrebbe la crescita economica globale e compenserebbe la debole congiuntura in altre regioni del mondo; inoltre, alcune economie dei paesi emergenti in Asia mostrano i primi segni di ripresa economica; infine, la reazione dei mercati finanziari internazionali alla crisi in Brasile è stata sinora modesta e gli effetti di contagio attraverso i mercati finanziari sono rimasti nell'immediato limitati.

Tra gli aspetti negativi, in Giappone mancano ancora segnali di una inversione di tendenza

dell'economia. Inoltre, in seguito alla crisi valutaria (che ha condotto a un deprezzamento del real brasiliano di circa il 40 per cento dall'inizio della sua fluttuazione, nel gennaio 1999, agli inizi di marzo) il Brasile è entrato in una fase di recessione che potrebbe influenzare anche gli andamenti nelle altre economie latino-americane. Dato il significativo aumento dell'avversione al rischio, si prevede nel 1999 un'ulteriore contrazione dei flussi di capitale privato verso le economie dei paesi emergenti, con conseguenze negative sulle loro prospettive di crescita. Per di più, alcune di queste economie saranno influenzate in misura crescente dai bassi prezzi e dalla debole domanda di materie prime. Infine, con ogni probabilità, gli squilibri esterni delle principali aree geografiche si accresceranno nel corso dell'anno, aumentando così i rischi di misure protezionistiche.

Riflettendo queste forze contrastanti che agiscono nell'economia globale, le prospettive per la crescita e per il commercio mondiali nel 1999 rimangono incerte. L'assenza di uno scenario chiaro e i crescenti squilibri esterni delle maggiori regioni del mondo potrebbero avere un effetto negativo sull'economia globale, aumentando così ulteriormente l'avversione al rischio degli investitori e contribuendo a una maggiore variabilità nei mercati finanziari.

Riguardo alle maggiori economie mondiali, negli Stati Uniti la crescita economica nel 1998 è stata robusta per il settimo anno consecutivo, facendo dell'attuale espansione economica la più duratura dal dopoguerra a oggi. Sostenuto principalmente dalla domanda interna, il PIL reale è aumentato a un tasso annualizzato stimato al 6,1 per cento nel quarto trimestre del 1998, facendo così registrare per l'anno un tasso di crescita del 3,9 per cento. In prospettiva, la maggior parte degli indicatori anticipatori e coincidenti suggerisce che la domanda interna manterrà probabilmente il suo slancio nel prosieguo del 1999. Il clima di fiducia dei consumatori è migliorato notevolmente, come registrato dall'indice delle aspettative dei consumatori, che ha raggiunto il livello di 102,4 a febbraio, in crescita dal 95,7 di gennaio. Anche l'attività edilizia è cresciuta nel mese di gennaio e se ne attende un ulteriore aumento, dato l'incremento nella richiesta di nuove licenze edilizie. Tuttavia, la produzione industriale è rimasta ferma a gennaio e l'utilizzo complessivo della capacità produttiva è leggermente diminuito. L'andamento relativamente debole del settore manifatturiero può essere attribuito principalmente alla domanda estera stagnante. Quest'ultima, unita al parallelo aumento delle importazioni dovuto alla perdurante robustezza della domanda interna, ha fatto salire il disavanzo della bilancia di parte corrente a 61 miliardi di dollari nel terzo trimestre del 1998.

Nonostante l'attività sostenuta, negli Stati Uniti le pressioni inflazionistiche sono sinora rimaste contenute, principalmente a causa del livello particolarmente basso, anche nel confronto con l'esperienza storica, dei prezzi delle materie prime e dell'energia e dei significativi guadagni di produttività che hanno largamente compensato gli aumenti salariali. Più specificamente, l'inflazione al consumo è stata dell'1,6 per cento nel 1998 ed è rimasta su livelli modesti all'inizio del 1999, con un lieve aumento all'1,7 per cento a gennaio del tasso sui 12 mesi. Ciò nonostante, il permanere a gennaio del tasso di disoccupazione al 4,3 per cento, valore minimo degli ultimi trenta anni, lascia aperta la possibilità che l'inflazione si riaccenda nel prosieguo dell'anno se le tensioni nel mercato del lavoro dovessero tradursi in pressioni al rialzo sui salari.

In Giappone, permangono forti i rischi di un deterioramento delle prospettive di una ripresa sostenibile, nonostante il probabile impatto positivo del pacchetto di misure fiscali espansive dell'aprile 1998 sull'andamento degli investimenti pubblici nell'ultimo trimestre dell'anno. Nel gennaio 1999 la crescita negli appalti di opere pubbliche è stata nulla se confrontata con il mese corrispondente dello scorso anno, segno questo che l'effetto del pacchetto dell'aprile 1998 si sta attenuando e che l'impatto delle misure di stimolo fiscale dello scorso novembre deve ancora materializzarsi; i dati preliminari per dicembre mostrano, sui dodici mesi, un calo dello 0,6 per cento della spesa per consumi delle famiglie in termini reali, a causa del più basso livello delle gratifiche di fine anno; infine, l'attività di accumulazione è rimasta depressa, con un declino sui 12 mesi degli ordini per macchinari del 12,2 per cento nel novembre 1998. In prospettiva, la crescita economica potrebbe in parte riprendersi nella prima metà del 1999 in seguito all'ultimo pacchetto fiscale. Tuttavia, non vi sono chiari segni che gli effetti di quest'ultimo si estendano alla domanda del settore privato e conducano a una ripresa sostenibile. In questo contesto, l'avanzo delle partite correnti è cresciuto a 4,7 migliaia di miliardi di yen (0,9 per cento del PIL annuale) nel terzo trimestre del 1998.

Per quanto riguarda l'andamento dell'inflazione, i prezzi all'ingrosso in Giappone sono scesi dello 0,6 e del 3,6 per cento, rispettivamente, nel terzo e nel quarto trimestre 1998 e del 4,9 per cento nel gennaio 1999. I prezzi al consumo sono rimasti più stabili, diminuendo dello 0,2 per cento e aumentando dello 0,5 per cento, rispettivamente, nel terzo e nel quarto trimestre del 1998 rispetto ai trimestri corrispondenti del 1997. Tuttavia, escludendo i prodotti deperibili, i prezzi al consumo sono diminuiti dello 0,2 e dello 0,3 per cento nel terzo e nel quarto trimestre dello scorso anno.

Il 12 febbraio 1999 la Banca del Giappone ha abbassato il proprio obiettivo per il tasso di interesse overnight dallo 0,25 per cento a circa lo 0,15 per cento. Inoltre, è stato deciso, con decorrenza dal 22 febbraio 1999, di dimezzare allo 0,25 per cento il tasso sulle operazioni di prestito d'emergenza per le banche e di incoraggiare l'espansione dell'offerta di moneta attraverso ulteriori iniezioni di fondi nel mercato monetario.

Il tasso di cambio e gli andamenti della bilancia dei pagamenti

L'euro si è indebolito nei confronti delle principali valute

Le principali tendenze che avevano caratterizzato i mercati valutari in gennaio sono proseguite a febbraio, con l'euro che ha continuato a indebolirsi rispetto alle valute dei principali partner commerciali esterni all'area, in particolare il dollaro statunitense. Inoltre, la variabilità dello yen giapponese è rimasta elevata, sia nei confronti del dollaro sia nei confronti dell'euro.

Durante il mese di febbraio l'euro si è nuovamente deprezzato nei confronti del dollaro (cfr. fig. 19); alla fine del mese si collocava a quota 1,10 dollari, 2,8 per cento al di sotto del livello di inizio mese e il 6,5 per cento al di sotto di quello d'esordio, il 4 gennaio 1999. L'indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro è da attribuirsi principalmente al succedersi di informazioni statistiche che segnalavano una crescita dell'economia degli Stati Uniti ogni volta

più robusta di quanto precedentemente previsto. Inoltre, le aspettative di un allentamento della politica monetaria negli Stati Uniti hanno cambiato segno, anticipando la possibilità di qualche restrizione. Il 4 marzo 1999 l'euro era quotato a 1,09 dollari.

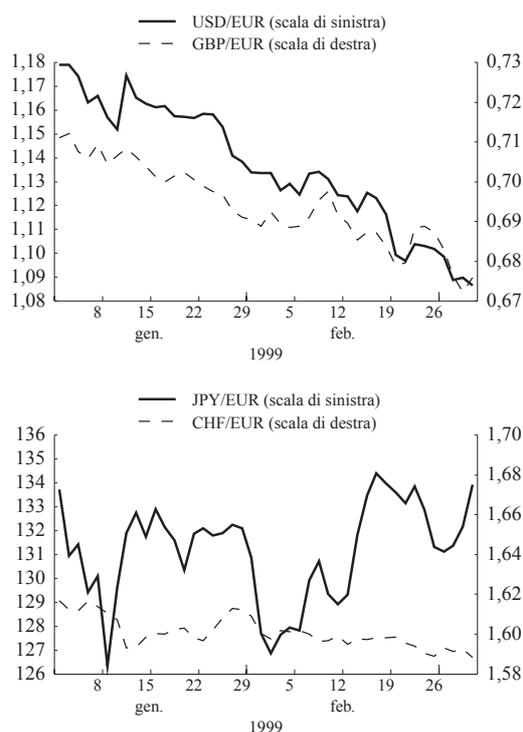
Il tasso di cambio dello yen giapponese nei confronti dell'euro ha oscillato notevolmente durante il mese di febbraio; l'euro ha tuttavia concluso il mese a 131 yen, sostanzialmente invariato dal suo livello di inizio mese e 1,8 per cento al di sotto del cambio all'esordio. Alla base della variabilità dello yen, sia contro l'euro sia contro il dollaro, vi sono segnali in parte contraddittori circa la direzione della politica economica in Giappone, legati, tra l'altro, a discussioni circa l'assorbimento di titoli di Stato da parte del Trust Fund Bureau, una istituzione ufficiale che ha acquistato un'ampia quota di titoli di Stato nel passato: fino a che il Ministero delle Finanze giapponese non ha annunciato, a metà febbraio, che il Bureau avrebbe ripreso gli acquisti di titoli, la prospettiva che tali titoli avrebbero dovuto essere collocati sul mercato ha portato a notevoli rialzi nei rendimenti obbligazionari e a una ripresa delle quotazioni dello yen giapponese. D'altra parte, l'allentamento recente della politica monetaria da parte della Banca del Giappone ha creato lo spazio per un indebolimento dello yen. Il 4 marzo 1999 l'euro veniva quotato a 134 yen.

Nei confronti della sterlina inglese, l'euro era quotato il 4 marzo 1999 a un livello di 0,68 sterline, circa il 5 per cento inferiore a quello osservato all'esordio. Mentre potrebbe aver risentito negativamente delle previsioni di rallentamento dell'economia britannica, è possibile che la sterlina abbia beneficiato anche della forza del dollaro, ai cui movimenti essa è tradizionalmente legata. La decisione della Banca d'Inghilterra, il 4 febbraio 1999, di tagliare i tassi di interesse di 50 punti base ha avuto solo un effetto marginale sul tasso di cambio della sterlina. In assenza di notizie significative in grado di influenzare il tasso di cambio bilaterale, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti del franco svizzero. Il 4 marzo 1999 l'euro quotava 1,59 franchi svizzeri.

Figura 19

Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Il tasso di cambio effettivo dell'euro si è deprezzato

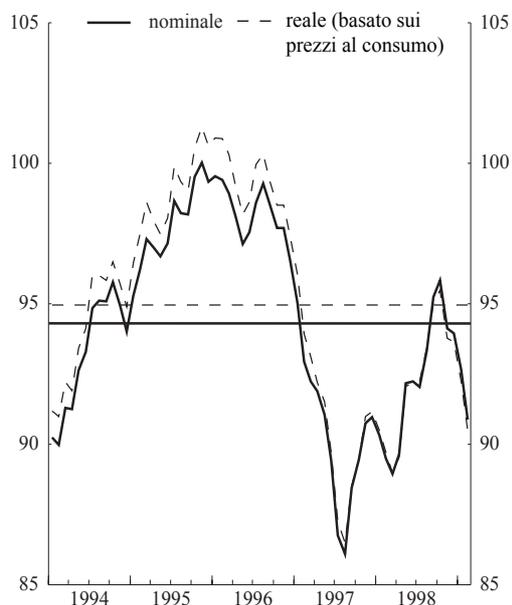
In termini effettivi nominali, cioè sulla base di un indice medio ponderato con le quote del commercio internazionale elaborato dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI), l'euro si è indebolito di circa l'1 per cento a febbraio. Dall'inizio dell'anno, l'indice del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro risultava alla fine di febbraio diminuito del 3,8 per cento, principalmente a causa dell'indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro e della sterlina; alla flessione dell'indice in questi due mesi ha contribuito anche il deprezzamento dell'euro contro lo yen giapponese e la corona svedese. In una prospettiva di medio termine, guardando a un certo numero di anni passati, gli andamenti più recenti indicano che il tasso di cambio effettivo dell'euro è attualmente leggermente inferiore al livello medio di più lungo termine, sia in termini nominali sia in termini reali (deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo; cfr. fig. 20).

Ulteriore riduzione dell'avanzo della bilancia commerciale

Come rilevato nei Bollettini di gennaio e di febbraio, i dati complessivi di bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro non sono ancora disponibili. I commenti che seguono sono basati sui dati prodotti dall'Eurostat, che si riferiscono a esportazioni e importazioni di beni dell'area dell'euro con il resto del mondo, escludendo le transazioni all'interno dell'area.

Figura 20

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



Fonte: BRI.

1) I dati riportati sono elaborazioni della BRI; per informazioni riguardo alla metodologia utilizzata, si veda la tavola 10 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo Bollettino. Un movimento al rialzo dell'indice rappresenta un apprezzamento del cambio per l'area dell'euro. Le linee orizzontali rappresentano medie nel periodo riportato.

L'avanzo commerciale per l'area dell'euro a novembre 1998 (l'ultimo mese per il quale le statistiche sono disponibili) era di 6,5 miliardi di ecu, 1,8 miliardi meno che nel mese corrispondente del 1997 (cfr. tav. 5); la flessione è il risultato del rallentamento delle esportazioni e dell'accelerazione delle importazioni. A novembre le esportazioni sono diminuite per il terzo mese consecuti-

Tavola 5

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

	1996	1997	1997	1997	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998
			1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.	2 trim.	3 trim.	ott.	nov.
Esportazioni											
Miliardi di ecu	669,7	761,8	170,2	191,6	193,5	206,5	194,0	203,9	194,3	68,7	66,0
Variazioni percentuali annue	7,6	13,8	7,2	15,3	19,0	13,4	13,9	6,4	0,4	-6,2	-0,4
Importazioni											
Miliardi di ecu	593,9	672,5	158,1	167,6	166,6	180,2	180,5	178,7	169,1	61,4	59,5
Variazioni percentuali annue	5,5	13,2	7,0	13,7	18,2	14,1	14,2	6,6	1,5	-3,3	2,7
Saldo											
Miliardi di ecu	75,8	89,3	12,1	24,0	26,9	26,3	13,4	25,2	25,3	7,2	6,5
Miliardi di ecu, cumulato ¹⁾	75,8	89,3	12,1	36,2	63,1	89,3	13,4	38,6	63,8	71,1	77,6

Fonte: Eurostat.

1) Nell'anno fino al periodo indicato. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

vo, riflettendo l'impatto dello scenario economico internazionale e del rafforzamento delle valute dell'area dell'euro durante il secondo e il terzo trimestre del 1998. Nel corso degli ultimi tre mesi (da settembre a novembre 1998) le esportazioni sono diminuite del 3,7 per cento rispetto allo stesso periodo del 1997. A novembre 1998 le importazioni sono aumentate, rispetto al mese corrispondente nel 1997, del 2,7 per cento; nei tre mesi fino a novembre 1998 le importazioni sono rimaste sostanzialmente invariate se confrontate con lo stesso periodo del 1997, principalmente a causa del calo dei prezzi delle materie prime non energetiche e del petrolio. L'avanzo commerciale cumulato aveva raggiunto i 77,6 miliardi di ecu dall'inizio dell'anno, inferiore di 3,5 miliardi al dato corrispondente del 1997. In linea con

le tendenze sopra delineate, l'avanzo della bilancia commerciale in percentuale del PIL dovrebbe calare leggermente nel 1998, interrompendo il continuo aumento registrato nel corso degli ultimi anni.

La disaggregazione per prodotto delle statistiche commerciali (SITC; cfr. tavole da 9.1 a 9.3 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*) mostra che il calo delle esportazioni ha riguardato principalmente altri prodotti manifatturieri, i macchinari e i mezzi di trasporto. La diminuzione del 34 per cento dei prezzi del petrolio tra l'ottobre del 1997 e l'ottobre del 1998 ha contribuito a limitare la riduzione dell'avanzo cumulato della bilancia commerciale, che - escludendo i prodotti energetici - ammontava a 14,3 miliardi di euro nello stesso periodo (cfr. tav. 6).

Tavola 6

Saldo commerciale cumulativo

(differenze in termini assoluti dai valori del periodo corrispondente dell'anno precedente; miliardi di ecu)

	1998 gen.	1998 feb.	1998 mar.	1998 apr.	1998 mag.	1998 giu.	1998 lug.	1998 ago.	1998 set.	1998 ott.
Totale	0,72	0,78	1,31	2,77	4,11	2,44	2,92	3,04	0,79	-1,65
Beni non energetici	-0,69	-1,45	-1,85	-1,11	-0,38	-3,16	-4,23	-6,02	-9,68	-14,33
Prodotti alimentari, bevande e tabacchi	-0,06	-0,09	-0,14	-0,04	0,41	0,53	0,64	0,61	0,23	0,03
Materie prime non alimentari non energetiche	-0,13	-0,51	-0,92	-0,91	-0,89	-1,21	-1,36	-1,34	-1,11	-0,96
Prodotti energetici	1,40	2,23	3,16	3,87	4,49	5,60	7,15	9,06	10,47	12,75
Prodotti chimici	0,38	0,70	0,93	1,19	1,47	1,50	1,17	0,71	0,57	-0,11
Altri prodotti manifatturieri	-0,42	-0,76	-1,14	-1,17	-1,39	-2,60	-3,24	-3,93	-4,95	-6,47
Macchinari e mezzi di trasporto	-0,62	-0,72	-0,26	-0,04	0,33	-0,44	-0,42	-0,93	-2,74	-5,50
Altri	0,17	-0,07	-0,33	-0,13	-0,31	-0,95	-1,03	-1,14	-1,68	-1,38

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE; i prodotti sono raggruppati secondo la classificazione SITC Rev. 3.



Statistiche dell'area dell'euro



Indice

Statistiche

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

I Statistiche sulla politica monetaria

Tavola I.1

Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema ¹⁾

(milioni di euro)

1. Attività

		Oro e crediti in oro	Attività in valuta su non residenti dell'area dell'euro	Attività in valuta su altri residenti dell'area dell'euro	Attività in euro su non residenti dell'area dell'euro	Prestiti a controparti del settore finanziario dell'area dell'euro	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni temporanee di fine-tuning
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	1 gen.	99.598	230.342	6.704	8.939	185.120	144.924	24.698	6.680
	8	99.598	234.128	5.255	8.786	174.769	145.067	22.230	49
	15	99.589	235.398	6.541	8.110	173.146	122.898	44.998	0
	22	99.589	235.387	7.277	7.238	155.287	106.918	44.998	0
	29	99.589	233.019	7.385	9.094	182.912	127.967	44.998	0
	5 feb.	99.589	231.709	7.454	6.702	177.831	130.994	44.993	0
	12	99.589	231.409	8.104	6.176	173.248	126.879	44.993	0
	19	99.589	232.211	8.448	5.277	173.527	126.830	44.993	0
	26	99.589	228.797	9.338	4.430	186.437	139.938	45.001	0

2. Passività

		Banconote	Passività in euro verso controparti del settore finanziario dell'area dell'euro	Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	Depositi overnight di controparti presso l'Eurosistema	Depositi a tempo determinato	Operazioni temporanee di fine-tuning	Depositi connessi a scarti di garanzia	Certificati di debito della BCE
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	1 gen.	341.708	87.308	84.437	973	1.886	0	12	13.835
	8	336.551	106.002	102.518	3.475	0	0	9	11.651
	15	330.796	109.936	107.824	2.110	0	0	2	11.651
	22	326.555	87.970	87.733	234	0	0	3	11.651
	29	326.534	85.353	84.632	709	0	0	12	11.650
	5 feb.	328.262	109.138	108.127	1.010	0	0	1	11.650
	12	327.341	106.048	105.821	226	0	0	1	11.650
	19	324.490	97.297	95.419	1.870	0	0	8	11.650
	26	325.207	99.970	99.261	705	0	0	4	11.650

Fonte: BCE

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

Operazioni temporanee di tipo strutturale	Operazioni di rifinanziamento marginale	Crediti connessi a scarti di garanzia	Altri crediti	Titoli in euro di residenti dell'area dell'euro	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Altre attività	Totale attività		
								9	10	11	12	13	14	15	16
0	6.372	26	2.420	21.650	60.125	84.683	697.160	1999	1 gen.
0	5.434	24	1.966	20.914	60.125	81.554	685.128		8
0	2.655	58	2.537	21.335	60.130	82.743	686.992		15
0	2.111	80	1.180	21.794	60.183	80.867	667.622		22
0	8.700	127	1.120	22.096	60.185	80.358	694.638		29
0	592	101	997	22.549	60.185	81.428	687.447		5 feb.
0	210	102	1.064	23.255	60.185	78.270	680.236		12
0	592	95	1.017	23.868	60.185	78.786	681.891		19
0	423	102	973	24.281	60.185	79.584	692.641		26

Passività in euro verso altri residenti dell'area dell'euro	Passività in euro verso non residenti dell'area dell'euro	Passività in valuta verso altri residenti dell'area dell'euro	Passività in valuta verso non residenti dell'area dell'euro	Contropartite dei DSP del FMI	Capitale e riserve	Altre passività	Totale passività		
								9	10	11	12	13	14	15	16
61.477	9.969	595	3.314	5.765	112.498	60.690	697.160	1999	1 gen.
32.203	11.538	1.051	3.929	5.765	112.488	63.950	685.128		8
33.020	10.899	1.529	4.068	5.767	110.878	68.448	686.992		15
43.442	9.148	1.297	4.344	5.767	110.956	66.492	667.622		22
56.652	14.049	1.618	4.325	5.767	110.937	77.753	694.638		29
44.017	8.161	810	5.827	5.767	110.937	62.878	687.447		5 feb.
43.556	7.840	733	6.395	5.767	110.937	59.969	680.236		12
54.905	8.052	746	7.172	5.767	110.937	60.875	681.891		19
62.143	7.739	777	6.385	5.767	110.938	62.065	692.641		26

Tavola 1.2

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

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

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

Fonte: BCE.

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

Tavola 1.3

Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema svolte mediante asta

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

Operazioni di rifinanziamento principali						
Data di regolamento	Importi richiesti 1	Importi aggiudicati 2	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni) 6
			Tasso fisso 3	Tasso marginale 4	Tasso medio ponderato 5	
1999 7 gen.	481.625	75.000	3,00			13
13	563.409	48.000	3,00			14
20	593.418	59.000	3,00			14
27	689.467	69.000	3,00			14
3 feb.	757.724	62.000	3,00			14
10	911.302	65.000	3,00			14
17	896.138	62.000	3,00			14
24	991.109	78.000	3,00			14
3 mar.	1.100.797	67.000	3,00			14

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

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

Fonte: BCE.

Tavola 1.4

Statistiche sulla riserva obbligatoria

1. Riserve delle istituzioni creditizie soggette ai requisiti di riserva ^{1) 2)}

(milioni di euro)

Passività soggette	Totale	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2%			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0%		
		Depositi (in conto corrente, con durata prestabilita e rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Titoli obbligazionari con durata fino a 2 anni	Titoli di mercato monetario	Depositi (con durata prestabilita e rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Pronti contro termine	Titoli obbligazionari oltre i due anni
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 gen.	8409,1	4726,4	89,0	131,9	1102,5	448,0	1911,4
fine gen. (p)	8482,9	.	.	.	.	.	.

Fonte: BCE.

- 1) Le passività verso altre istituzioni creditizie soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le BCN sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle sue emissioni di titoli obbligazionari con scadenza fino a 2 anni e dei titoli di mercato monetario detenuti dalle istituzioni indicate, può dedurre il 10 per cento di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva.
- 2) L'aggregato soggetto a riserva delle istituzioni creditizie, relativo al 1° gennaio 1999, è stato utilizzato per calcolare la riserva minima per il periodo di mantenimento iniziato il 1° gennaio 1999 e terminato il 23 febbraio 1999. I successivi 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⁾

(milioni di euro; interessi espressi come percentuale annua)

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

Fonte: BCE.

- 1) Questa tavola riporta tutti i dati per i periodi di mantenimento già terminati; riporta il solo ammontare dell'obbligo di riserva per il periodo in corso. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 2) L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituto di credito è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese; successivamente, ogni istituto di credito sottrae da tale ammontare una somma fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute da ogni istituto di credito sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro.
- 3) Depositi giornalieri medi degli istituti di credito soggetti a un obbligo di riserva positivo sui loro conti di riserva nel periodo di mantenimento.
- 4) Riserve medie effettive nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute, calcolate per quegli istituti di credito che hanno rispettato l'obbligo di riserva.
- 5) Deficienze medie delle riserve effettive rispetto alle riserve dovute nel periodo di mantenimento calcolate 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 I.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. centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto) ³⁾			
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Altre operazioni ²⁾	Operazioni di rifinanziamento marginale				Depositi overnight presso la banca centrale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999 feb. mar. apr.	328,2	104,6	34,2	30,6	3,8	1,3	329,3	41,1	29,5	100,2	430,8

Fonte: BCE.

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

2 Andamenti monetari e finanziari nell'area dell'euro

Tavola 2.1

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

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

1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro				Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro			Attività sull'estero ³⁾	Immobilitazioni	Altre attività	Totale attività
	Istituzioni finanziarie	Amm. pubb.	Altri residenti nell'area dell'euro	Altri diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro	Istituzioni finanziarie	Amm. pubb.	Altri residenti nell'area dell'euro	Altri diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro	Istituzioni finanziarie	Altri residenti nell'area dell'euro	Altri diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1997 set.	245,4	223,0	21,8	0,6	115,4	0,8	113,3	1,3	2,8	0,5	2,3	278,8	7,1	46,1	695,7
ott.	251,1	228,6	21,8	0,6	113,6	0,7	111,6	1,3	2,8	0,5	2,3	278,2	7,2	44,4	697,3
nov.	242,4	220,0	21,8	0,6	113,6	0,7	111,3	1,5	2,8	0,5	2,3	280,3	7,2	55,2	701,5
dic.	254,3	232,6	21,1	0,6	114,0	0,7	111,8	1,5	2,9	0,5	2,4	289,1	7,0	53,5	720,8
1998 gen.	238,1	216,5	21,2	0,4	111,7	1,0	109,3	1,5	2,9	0,5	2,5	291,1	7,2	42,5	693,5
feb.	260,9	239,1	21,2	0,7	108,2	1,0	105,8	1,5	2,9	0,6	2,4	291,4	7,3	43,7	714,5
mar.	246,5	225,1	21,2	0,2	106,6	1,2	104,2	1,3	3,0	0,6	2,5	290,2	7,5	40,8	694,6
apr.	240,8	219,2	21,2	0,4	102,5	1,4	100,2	0,9	3,0	0,6	2,5	294,8	7,6	45,1	693,9
mag.	242,8	221,4	21,2	0,3	101,9	1,6	99,4	0,9	3,1	0,6	2,5	298,1	7,7	48,3	701,8
giu.	325,2	303,9	21,1	0,2	105,4	4,8	99,8	0,8	3,3	0,8	2,5	288,2	7,8	49,3	779,2
lug.	338,2	316,9	21,1	0,2	87,8	1,1	85,9	0,8	4,7	2,1	2,6	292,5	8,0	51,3	782,6
ago.	339,9	318,5	21,1	0,2	88,1	0,9	86,3	0,9	4,7	2,0	2,7	290,4	8,0	56,3	787,4
set.	326,4	305,1	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,7	2,0	2,7	288,4	8,0	51,5	761,7
ott.	326,6	305,3	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7	4,7	2,0	2,7	297,9	8,1	51,1	761,6
nov.	322,2	300,7	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6	4,7	2,0	2,7	305,1	8,1	52,8	770,9
dic.	225,7	205,2	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,4	1,7	3,7	316,5	8,0	48,5	691,8
1999 gen. (p)	397,3	376,3	20,4	0,6	89,2	1,3	87,3	0,7	8,3	4,3	4,1	423,9	9,8	58,9	987,5

2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro			Titoli di mercato monetario	Titoli obbligazionari	Capitale e riserve	Passività sull'estero ³⁾	Altre passività	Totale passività	
		Istituzioni finanziarie	Amm. centrale	Altre Amm. pubb./altri residenti nell'area dell'euro							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1997 set.	338,4	139,6	80,4	55,8	3,3	17,3	16,8	100,8	15,9	67,0	695,7
ott.	338,4	144,0	88,6	51,9	3,5	17,0	16,6	99,9	15,7	65,6	697,3
nov.	341,9	141,6	82,3	54,5	4,8	13,3	15,6	100,9	15,9	72,3	701,5
dic.	354,0	147,0	91,9	52,2	2,9	13,2	15,0	105,6	16,1	69,8	720,8
1998 gen.	339,9	136,3	83,4	50,7	2,2	13,9	16,3	107,4	16,1	63,5	693,5
feb.	339,9	159,2	93,7	61,5	4,0	13,3	16,5	105,6	15,1	64,9	714,5
mar.	340,5	137,9	88,4	46,8	2,7	11,3	17,2	104,8	15,3	67,5	694,6
apr.	343,8	131,3	84,8	44,3	2,2	12,0	16,9	103,7	16,4	69,6	693,9
mag.	346,1	141,8	90,9	47,0	4,0	13,1	15,3	103,5	15,9	66,1	701,8
giu.	345,4	208,0	149,3	54,2	4,5	13,5	14,1	111,6	20,8	65,6	779,1
lug.	350,4	199,9	132,8	64,0	3,0	13,9	14,3	110,3	24,0	69,9	782,6
ago.	344,6	208,8	135,5	69,7	3,5	12,4	13,5	110,2	21,6	76,2	787,4
set.	341,5	195,9	124,4	67,1	4,5	11,2	12,8	106,4	23,2	70,7	761,7
ott.	342,3	198,2	129,2	64,7	4,3	11,7	11,8	106,6	22,6	68,4	761,6
nov.	344,1	210,5	147,3	56,8	6,4	12,5	11,6	103,3	20,0	68,9	770,9
dic.	359,0	146,8	89,0	54,9	2,9	7,2	6,7	97,0	18,6	56,7	691,8
1998 gen. (p)	343,8	349,7	294,2	50,3	5,2	6,3	5,3	123,2	100,3	58,9	987,5

Fonte: BCE

- 1) La Banca centrale europea è stata istituita il 1° giugno del 1998. I dati relativi all'Eurosistema si riferiscono alla BCE (a partire dal giugno 1998) e alle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro.
- 2) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 3) 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, per un ammontare di circa 75 miliardi di euro alla fine di gennaio 1999.

Tavola 2.2

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

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

1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro				Titoli di mercato monetar.	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro			Attività sull'estero	Immobilizzazioni	Altre attività	Totale attività
	IFM	Amm. pubb.	Altri residenti nell'area dell'euro	Altri residenti nell'area dell'euro	IFM	Amm. pubb.	Altri residenti nell'area dell'euro	IFM		Altri residenti nell'area dell'euro						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1997 set.	8.142,0	2.737,2	814,5	4.590,4	1.891,2	632,8	1.069,2	189,2	105,9	307,0	90,5	216,5	1.556,0	238,4	776,3	13.016,7
ott.	8.229,0	2.795,8	816,4	4.616,8	1.894,2	637,3	1.068,4	188,5	106,8	311,8	91,7	220,1	1.543,5	241,3	789,2	13.115,8
nov.	8.324,6	2.848,1	834,6	4.641,9	1.905,9	641,4	1.073,7	190,8	104,6	316,6	92,5	224,1	1.600,1	243,9	822,4	13.318,2
dic.	8.436,1	2.905,6	821,4	4.709,1	1.868,5	635,6	1.050,6	182,3	99,6	329,8	94,2	235,6	1.594,8	238,9	796,9	13.364,8
1998 gen.	8.501,3	2.974,4	806,4	4.720,6	1.911,0	648,2	1.074,0	188,9	104,8	351,1	102,2	248,9	1.597,3	236,4	827,2	13.529,2
feb.	8.538,7	2.986,8	807,9	4.744,0	1.932,1	651,8	1.086,2	194,1	106,3	363,6	104,6	259,0	1.623,6	236,7	832,7	13.633,7
mar.	8.561,6	2.979,8	806,0	4.775,8	1.957,2	654,9	1.103,7	198,6	105,1	384,3	108,9	275,4	1.676,7	238,0	811,3	13.734,3
apr.	8.617,1	2.999,7	810,9	4.806,5	1.978,1	664,3	1.114,8	199,1	105,7	396,0	112,1	283,9	1.634,0	238,2	829,9	13.799,1
mag.	8.618,2	2.994,0	799,7	4.824,4	2.000,0	670,8	1.126,5	202,7	105,7	403,9	116,4	287,5	1.632,9	247,0	844,5	13.852,2
giu.	8.752,6	3.070,5	805,8	4.876,4	2.014,5	681,3	1.137,6	195,5	104,1	401,0	118,2	282,8	1.674,8	240,2	736,3	13.923,5
lug.	8.732,2	3.013,8	801,4	4.917,0	2.035,7	697,5	1.137,2	201,0	104,0	392,2	117,2	275,1	1.632,7	235,3	780,7	13.912,9
ago.	8.756,1	3.035,8	803,9	4.916,4	2.041,4	703,8	1.136,1	201,6	103,7	386,4	118,2	268,3	1.641,1	236,3	768,9	13.934,0
set.	8.820,5	3.049,0	806,9	4.964,6	2.047,5	709,6	1.135,8	202,2	102,2	379,7	109,6	270,1	1.624,9	237,0	782,1	13.993,9
ott.	8.943,6	3.132,0	812,8	4.998,8	2.070,4	709,9	1.154,6	205,9	101,9	386,8	115,7	271,1	1.621,2	239,0	782,1	14.145,1
nov.	9.072,1	3.209,2	819,6	5.043,3	2.071,8	719,4	1.151,8	200,6	108,9	401,2	116,7	284,5	1.666,1	241,2	795,2	14.356,6
dic.	9.048,0	3.130,3	821,3	5.096,4	2.033,2	731,4	1.107,5	194,4	102,6	423,0	120,2	302,8	1.587,8	243,3	795,1	14.233,0
1999 gen. (p)	9.267,6	3.347,2	817,1	5.103,3	2.059,2	737,6	1.114,2	207,4	103,1	430,8	103,4	327,4	1.651,8	244,3	957,3	14.714,0

2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro								Quote o partecip. a fondi di investim. monet.	Titoli obbligazionari	Titoli di mercato monet.	Capitale e riserve	Passività sull'estero	Altre passività	Totale passività
		IFM	Amm. centrale	Altre Amm. pubbliche /altri residenti nell'area dell'euro	In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavv.	Pronti contro termine								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1997 set.	0,4	7.467,7	2.841,8	95,8	4.530,1	1.140,7	1.897,7	1.284,8	207,0	263,2	1.906,8	143,6	677,1	1.338,8	1.219,1	13.016,7
ott.	0,4	7.545,8	2.904,3	99,4	4.542,1	1.141,3	1.907,5	1.286,4	206,8	258,6	1.913,2	146,6	675,5	1.343,1	1.232,6	13.115,8
nov.	0,4	7.637,8	2.972,8	88,4	4.576,6	1.169,3	1.902,6	1.289,1	215,6	260,5	1.923,9	145,6	677,7	1.393,7	1.278,6	13.318,2
dic.	0,4	7.764,0	2.999,8	102,1	4.662,1	1.227,7	1.902,7	1.326,4	205,4	252,0	1.925,1	138,8	687,5	1.383,0	1.214,0	13.364,8
1998 gen.	0,4	7.781,6	3.029,5	95,6	4.656,5	1.177,9	1.919,3	1.341,8	217,4	253,7	1.944,5	145,2	690,8	1.436,0	1.276,9	13.529,2
feb.	0,4	7.829,5	3.066,1	98,4	4.665,1	1.179,7	1.923,9	1.345,1	216,3	255,7	1.967,8	147,2	696,0	1.469,8	1.267,3	13.633,7
mar.	0,4	7.836,2	3.077,0	92,8	4.666,5	1.208,8	1.899,0	1.346,4	212,2	255,5	1.985,1	149,5	710,3	1.521,2	1.275,9	13.734,3
apr.	0,4	7.866,9	3.079,7	97,2	4.689,9	1.223,1	1.914,2	1.346,0	206,6	258,3	1.999,4	156,3	702,6	1.492,4	1.322,7	13.799,1
mag.	0,4	7.890,0	3.092,8	88,2	4.709,0	1.239,5	1.913,4	1.347,9	208,2	261,2	2.012,1	150,9	712,2	1.485,2	1.340,2	13.852,2
giu.	0,4	7.999,1	3.174,8	94,0	4.730,3	1.287,0	1.893,3	1.346,5	203,4	259,8	2.041,2	145,9	718,7	1.496,1	1.262,3	13.923,5
lug.	0,4	7.961,7	3.163,3	92,4	4.706,1	1.248,0	1.896,6	1.345,9	215,5	259,8	2.061,8	152,8	720,1	1.472,9	1.283,5	13.912,9
ago.	0,4	7.981,8	3.183,7	95,4	4.702,6	1.238,9	1.908,0	1.347,6	208,2	264,7	2.072,6	152,9	720,1	1.475,8	1.265,8	13.934,0
set.	0,4	8.013,7	3.212,6	96,3	4.704,8	1.259,9	1.890,7	1.346,6	207,7	260,3	2.074,8	153,2	718,4	1.484,9	1.288,3	13.993,9
ott.	0,4	8.105,1	3.285,9	97,0	4.722,2	1.265,1	1.888,9	1.349,8	218,3	258,4	2.077,7	160,2	722,5	1.532,4	1.288,3	14.145,1
nov.	0,4	8.213,5	3.370,6	98,2	4.744,7	1.305,2	1.888,7	1.352,5	198,3	259,6	2.093,6	168,6	724,3	1.600,1	1.296,6	14.356,6
dic.	0,4	8.233,0	3.283,2	101,3	4.848,4	1.379,2	1.906,9	1.384,4	178,0	244,1	2.091,0	165,3	727,5	1.516,2	1.255,5	14.233,0
1999 gen. (p)	0,4	8.376,8	3.418,1	87,7	4.871,1	1.411,3	1.883,6	1.400,8	175,4	274,3	2.124,9	174,4	744,8	1.619,2	1.399,1	14.714,0

Fonte: BCE.

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

Tavola 2.3

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

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

1. Attività

	Prestiti			Titoli			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività sull'estero ³⁾	Immobili- lizzazioni	Altre attività	Totale attività
	a residenti nell'area dell'euro	Amm. pubbliche	Altri residenti nell'area dell'euro	diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro	Amm. pubbliche	Altri residenti nell'area dell'euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1997 set.	5.427,3	836,3	4.591,0	1.373,0	1.182,6	190,4	218,9	1.834,8	245,5	794,2	9.893,6
ott.	5.455,7	838,2	4.617,5	1.369,8	1.180,0	189,8	222,4	1.821,8	248,4	805,7	9.923,9
nov.	5.498,9	856,4	4.642,5	1.377,4	1.185,0	192,4	226,4	1.880,4	251,1	849,4	10.083,6
dic.	5.552,3	842,5	4.709,7	1.346,2	1.162,4	183,8	238,0	1.883,9	245,9	815,7	10.081,9
1998 gen.	5.548,5	827,5	4.721,0	1.373,6	1.183,2	190,4	251,4	1.888,4	243,6	840,8	10.146,2
feb.	5.573,8	829,1	4.744,7	1.387,6	1.192,0	195,6	261,4	1.915,0	244,0	847,8	10.229,6
mar.	5.603,2	827,2	4.776,0	1.407,7	1.207,9	199,8	277,9	1.966,8	245,5	823,0	10.324,1
apr.	5.639,0	832,1	4.806,9	1.414,9	1.215,0	199,9	286,4	1.928,9	245,8	845,6	10.360,6
mag.	5.645,6	820,9	4.824,7	1.429,4	1.225,9	203,5	290,0	1.931,0	254,7	863,4	10.414,2
giu.	5.703,4	826,9	4.876,6	1.433,7	1.237,4	196,4	285,3	1.963,1	248,0	755,2	10.388,7
lug.	5.739,7	822,5	4.917,2	1.424,9	1.223,1	201,8	277,7	1.925,2	243,3	801,9	10.412,8
ago.	5.741,6	825,0	4.916,7	1.424,8	1.222,4	202,4	271,0	1.931,4	244,3	795,0	10.408,2
set.	5.792,8	828,0	4.964,8	1.419,6	1.216,7	202,9	272,8	1.913,4	245,0	803,6	10.447,2
ott.	5.833,0	833,9	4.999,0	1.432,9	1.226,3	206,6	273,8	1.919,1	247,1	803,9	10.509,6
nov.	5.884,4	840,7	5.043,7	1.429,4	1.228,1	201,3	287,3	1.971,2	249,3	817,8	10.639,3
dic.	5.938,2	841,6	5.096,6	1.388,6	1.193,7	194,9	306,5	1.904,3	251,3	807,8	10.596,7
1999 gen. (p)	5.941,4	837,6	5.103,9	1.409,5	1.201,5	208,1	331,4	2.075,7	254,1	985,7	10.997,9

1. Passività

	Circolante	Depositi della Amm. centrale	Depositi di altre Amm. pubb./altri residenti nell'area dell'euro	In conto corrente	Con durata prestab.	Rimbor- sabili con preavviso	Pronti contro termine	Quote o di fondi di investimento monetario /titoli di mercato monetario	Titoli obbligaz.	Capitale e riserve	Passività sull'este- ro ³⁾	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale passività
1997 set.	310,6	151,7	4.533,4	1.143,9	1.897,7	1.284,8	207,1	318,3	1.290,1	687,0	1.354,6	1.286,1	-38,0	9.893,6
ott.	311,0	151,3	4.545,6	1.144,6	1.907,6	1.286,4	206,9	315,4	1.291,8	683,3	1.358,8	1.298,2	-31,5	9.923,9
nov.	314,1	142,9	4.581,4	1.173,8	1.902,8	1.289,1	215,6	314,8	1.297,3	685,6	1.409,6	1.350,9	-13,0	10.083,6
dic.	319,7	154,3	4.665,1	1.230,6	1.902,7	1.326,4	205,4	304,4	1.303,7	698,3	1.399,1	1.283,8	-46,5	10.081,9
1998 gen.	311,4	146,3	4.658,7	1.180,2	1.919,3	1.341,8	217,4	308,0	1.311,7	695,6	1.452,0	1.340,4	-78,0	10.146,2
feb.	311,7	160,0	4.669,1	1.183,7	1.924,0	1.345,1	216,3	309,8	1.331,6	696,5	1.484,9	1.332,2	-66,1	10.229,6
mar.	311,8	139,6	4.669,2	1.211,5	1.899,0	1.346,4	212,2	311,2	1.346,2	705,6	1.536,6	1.343,5	-39,6	10.324,1
apr.	314,8	141,6	4.692,2	1.225,4	1.914,2	1.346,0	206,6	320,9	1.350,6	693,7	1.508,8	1.392,4	-54,4	10.360,6
mag.	317,2	135,1	4.713,0	1.243,5	1.913,4	1.347,9	208,2	319,4	1.355,0	698,8	1.501,2	1.406,2	-31,7	10.414,2
giu.	315,5	148,2	4.734,8	1.291,5	1.893,3	1.346,5	203,4	315,1	1.369,1	711,4	1.516,9	1.327,9	-50,3	10.388,7
lug.	320,6	156,4	4.709,1	1.251,0	1.896,6	1.345,9	215,5	322,3	1.377,5	711,2	1.496,9	1.353,4	-34,6	10.412,8
ago.	314,9	165,2	4.706,2	1.242,4	1.908,0	1.347,6	208,2	326,2	1.381,3	710,1	1.497,4	1.341,9	-35,1	10.408,2
set.	311,9	163,3	4.709,4	1.264,4	1.890,7	1.346,6	207,7	322,5	1.377,0	713,2	1.508,1	1.359,1	-17,2	10.447,2
ott.	313,4	161,7	4.726,5	1.269,4	1.888,9	1.349,8	218,3	328,5	1.378,6	711,5	1.555,0	1.356,7	-22,3	10.509,6
nov.	314,3	155,0	4.751,0	1.311,4	1.888,7	1.352,5	198,4	331,8	1.384,8	708,8	1.620,1	1.365,5	8,0	10.639,3
dic.	323,7	156,2	4.851,3	1.382,1	1.906,9	1.384,4	178,0	313,9	1.365,2	702,6	1.534,8	1.312,3	36,7	10.596,7
1999 gen. (p)	313,7	138,0	4.876,2	1.416,4	1.883,6	1.400,8	175,4	351,9	1.391,4	760,3	1.719,5	1.458,2	-11,3	10.997,9

Fonte: BCE.

- 1) La Banca centrale europea è stata istituita il 1° giugno del 1998. I dati relativi all'Eurosistema si riferiscono alla BCE (a partire dal giugno 1998) e alle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro.
- 2) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 3) 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, per un ammontare di circa 75 miliardi di euro alla fine di gennaio 1999.

Tavola 2.4

Aggregati monetari ^{1) 2)}

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

1. Consistenze

	M1							M2		Pronti contro termine	Quote di fondi di investim. monetario/ titoli di mercato monetario	Titoli obbligazio- nari con scadenza fino a 2 anni
	M1		Totale	Variazione percentuale annua ³⁾	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Variazione percentuale annua ³⁾				
	Circolante	Depositi in conto corrente										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9				10	11
1997 set.	310,6	1.208,4	1.518,9	8,8	899,3	1.119,2	3.537,4	4,0	207,1	318,3	68,5	
ott.	311,0	1.210,8	1.521,8	9,3	906,5	1.121,7	3.550,0	4,3	206,9	315,4	70,3	
nov.	314,1	1.242,4	1.556,5	8,4	901,0	1.124,7	3.582,2	4,1	215,6	314,8	67,7	
dic.	319,7	1.300,2	1.619,8	6,6	894,0	1.159,6	3.673,5	3,4	205,4	304,4	71,5	
1998 gen.	311,4	1.251,3	1.562,7	8,1	905,5	1.177,5	3.645,7	4,0	217,4	308,0	72,8	
feb.	311,7	1.251,8	1.563,5	8,6	902,1	1.181,6	3.647,2	4,2	216,3	309,8	77,6	
mar.	311,8	1.281,4	1.593,2	9,1	875,8	1.183,4	3.652,4	4,4	212,2	311,2	83,8	
apr.	314,8	1.293,4	1.608,2	10,6	889,8	1.185,2	3.683,2	5,1	206,6	320,9	84,3	
mag.	317,2	1.309,9	1.627,1	10,3	887,7	1.189,2	3.704,0	5,2	208,2	319,4	87,5	
giu.	315,5	1.358,6	1.674,0	9,8	870,0	1.188,9	3.733,0	5,2	203,4	315,1	86,6	
lug.	320,6	1.318,5	1.639,2	8,3	871,3	1.189,5	3.699,9	4,4	215,5	322,3	92,2	
ago.	314,9	1.309,4	1.624,3	8,4	878,0	1.192,4	3.694,7	4,3	208,2	326,2	86,8	
set.	311,9	1.329,9	1.641,8	8,1	865,7	1.192,2	3.699,7	4,6	207,7	322,5	81,2	
ott.	313,4	1.333,9	1.647,3	8,3	868,1	1.195,7	3.711,1	4,5	218,3	328,5	84,6	
nov.	314,3	1.376,1	1.690,4	8,6	872,0	1.198,2	3.760,6	5,0	198,4	331,8	81,8	
dic.	323,7	1.448,1	1.771,8	9,4	884,6	1.229,3	3.885,7	5,8	178,0	313,9	68,8	
1999 gen. (p)	313,7	1.479,8	1.793,5	-	883,4	1.245,1	3.922,0	-	175,4	351,9	52,6	

2. Flussi ⁴⁾

	M1							M2		Pronti contro termine	Quote di fondi di investim. monetario/ titoli di mercato monetario	Titoli obbligazio- nari con scadenza fino a 2 anni
	M1		Totale	Variazione percentuale annua ³⁾	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Variazione percentuale annua ³⁾				
	Circolante	Depositi in conto corrente										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9				10	11
1999 gen. (p)	-9,2	30,0	20,8	14,9	-4,4	16,0	32,4	7,6	-4,1	15,8	-12,8	

Fonte: BCE.

- 1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e dell'Amministrazione centrale (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dall'Amministrazione centrale.
- 2) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 3) Calcolate a partire dalle consistenze, corrette per tenere conto di incompletezze nei dati relativi ai periodi precedenti il settembre 1997.
- 4) Calcolati come differenze tra le consistenze di fine periodo, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

M3			Per memoria: passività non monetarie delle istituzioni finanziarie monetarie							
Totale	Variazione percentuale annua ³⁾	Media mobile centrata di tre mesi						Capitale e riserve	Totale	
			Depositi			Titoli obbligazionari con scadenza oltre 2 anni				
12	13	14	15	16	17	18	19	20		
4.131,3	4,2	4,3	1.215,6	999,0	216,6	1.221,5	687,0	3.124,1	1997	set.
4.142,7	4,4	4,4	1.217,7	1.001,7	216,0	1.221,5	683,3	3.122,4		ott.
4.180,3	4,5	4,4	1.218,6	1.002,5	216,1	1.229,6	685,6	3.133,8		nov.
4.254,8	4,3	4,5	1.229,0	1.009,2	219,8	1.232,2	698,3	3.159,6		dic.
4.243,9	4,6	4,5	1.232,1	1.014,4	217,7	1.239,0	695,6	3.166,7	1998	gen.
4.250,9	4,5	4,6	1.240,0	1.022,5	217,5	1.254,0	696,5	3.190,5		feb.
4.259,6	4,6	4,7	1.240,6	1.023,8	216,8	1.262,5	705,6	3.208,7		mar.
4.295,0	5,1	4,8	1.239,8	1.025,1	214,7	1.266,2	693,7	3.199,8		apr.
4.319,0	4,9	4,9	1.239,3	1.026,3	213,0	1.267,5	698,8	3.205,7		mag.
4.338,2	4,8	4,7	1.236,0	1.024,0	212,0	1.282,5	711,4	3.229,8		giu.
4.330,0	4,6	4,6	1.236,6	1.025,8	210,8	1.285,2	711,2	3.233,1		lug.
4.315,9	4,3	4,4	1.240,4	1.030,5	209,9	1.294,6	710,1	3.245,1		ago.
4.311,1	4,4	4,5	1.234,8	1.025,5	209,3	1.295,8	713,2	3.243,7		set.
4.342,4	4,8	4,6	1.230,4	1.021,3	209,1	1.294,1	711,5	3.235,9		ott.
4.372,6	4,6	4,6	1.226,7	1.017,2	209,5	1.302,9	708,8	3.238,4		nov.
4.446,5	4,5	4,9	1.237,5	1.022,8	214,6	1.296,3	702,6	3.236,4		dic.
4.501,9	-	-	1.215,8	1.001,0	214,9	1.338,8	760,3	3.314,9	1999	gen. (p)

M3			Per memoria: passività non monetarie delle istituzioni finanziarie monetarie							
Totale	Variazione percentuale annua ³⁾	Media mobile centrata di tre mesi						Capitale e riserve	Totale	
			Depositi			Titoli obbligazionari con scadenza oltre 2 anni				
12	13	14	15	16	17	18	19	20		
31,3	5,7	-	4,0	3,8	0,2	37,3	33,5	74,9	1999	gen. (p)

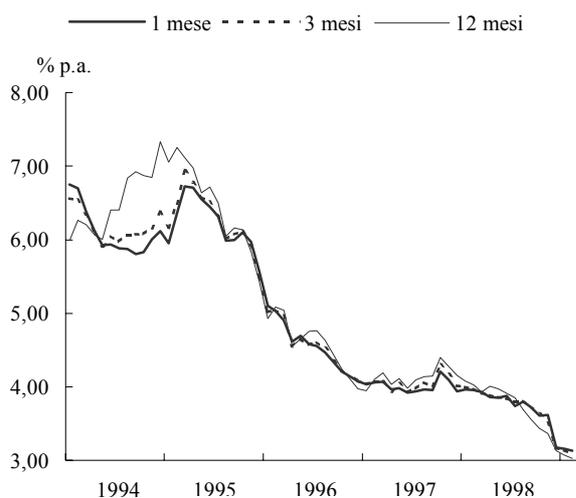
Tavola 2.5

Tassi di interesse di mercato monetario ¹⁾

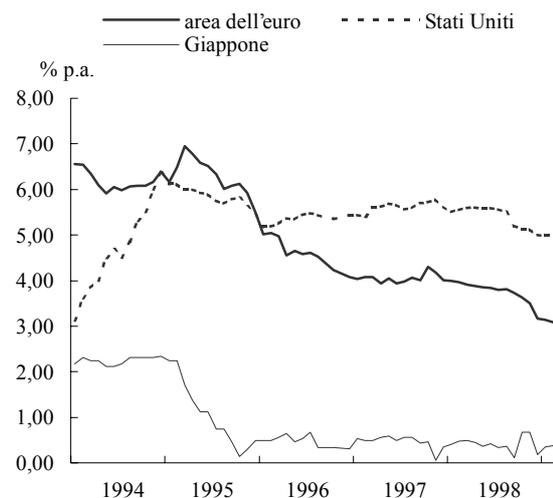
(valori percentuali in ragione d'anno) ²⁾

	Area dell'euro ^{3) 4)}					Stati Uniti ⁵⁾	Giappone ⁵⁾
	Depositi overnight 1	Depositi a 1 mese 2	Depositi a 3 mesi 3	Depositi a 6 mesi 4	Depositi a 12 mesi 5	Depositi a 3 mesi 6	Depositi a 3 mesi 7
1994	5,24	6,12	6,38	6,83	7,34	6,37	2,34
1995	5,62	5,57	5,49	5,62	5,42	5,44	0,50
1996	4,04	4,08	4,08	4,06	3,98	5,43	0,31
1997	3,98	3,94	4,01	4,05	4,15	5,62	0,36
1998	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1998 feb.	4,22	3,96	3,97	3,98	4,02	5,55	0,48
mar.	3,83	3,93	3,92	3,89	3,93	5,59	0,50
apr.	3,76	3,86	3,89	3,93	4,01	5,60	0,45
mag.	3,79	3,85	3,86	3,89	3,98	5,59	0,37
giu.	3,76	3,88	3,84	3,85	3,91	5,59	0,43
lug.	3,77	3,74	3,80	3,82	3,85	5,56	0,34
ago.	3,78	3,80	3,81	3,72	3,69	5,50	0,37
set.	3,81	3,73	3,73	3,64	3,55	5,20	0,12
ott.	3,66	3,61	3,63	3,53	3,44	5,12	0,68
nov.	3,40	3,62	3,51	3,43	3,36	5,12	0,68
dic.	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1999 gen.	3,14	3,16	3,14	3,10	3,07	4,99	0,35
feb.	3,12	3,13	3,09	3,04	3,03	5,00	0,38
1999 5 feb.	3,15	3,16	3,11	3,04	3,03	4,98	0,47
12	3,08	3,14	3,10	3,05	3,04	5,00	0,38
19	3,03	3,09	3,08	3,03	3,03	5,00	0,28
26	3,12	3,12	3,10	3,06	3,07	5,03	0,27

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



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



Fonte: Reuters e BCE.

- 1) Tassi di interesse del mercato interbancario (quotazioni denaro fino al dicembre 1998, lettera per i periodi successivi).
- 2) Dati di fine periodo fino a dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi.
- 3) Prima del gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono stati calcolati sulla base dei tassi d'interesse nazionali ponderati con il PIL.
- 4) Dal gennaio 1999, la colonna 1 riporta il tasso medio overnight dell'euro (EONIA); gli altri tassi di mercato monetario per l'area dell'euro dal gennaio 1999 sono tassi interbancari lettera (EURIBOR).
- 5) Dal febbraio 1999, tasso interbancario lettera sul mercato di Londra (LIBOR).

Tavola 2.6

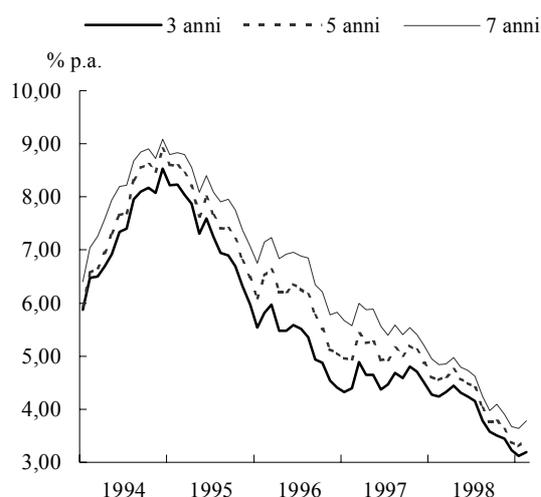
Rendimenti dei titoli di Stato ¹⁾

(valori percentuali in ragione d'anno)

	Area dell'euro ²⁾					Stati Uniti	Giappone
	2 anni	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7
1994	8,08	8,52	8,91	9,08	8,18	7,21	4,24
1995	5,69	5,97	6,48	7,06	8,73	6,69	3,32
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	7,23	6,54	3,03
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,99	6,45	2,15
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1998 feb.	4,08	4,24	4,55	4,84	5,12	5,65	1,71
mar.	4,17	4,32	4,61	4,86	5,01	5,73	1,56
apr.	4,26	4,44	4,75	4,97	5,00	5,72	1,57
mag.	4,13	4,30	4,58	4,79	5,06	5,73	1,30
giu.	4,08	4,24	4,50	4,73	4,91	5,58	1,22
lug.	4,04	4,16	4,41	4,62	4,82	5,53	1,36
ago.	3,68	3,78	4,01	4,24	4,59	5,41	1,17
set.	3,55	3,58	3,77	3,98	4,27	4,87	0,88
ott.	3,39	3,51	3,77	4,09	4,25	4,58	0,82
nov.	3,33	3,44	3,62	3,90	4,24	4,89	0,89
dic.	3,16	3,22	3,38	3,67	3,95	4,69	1,39
1999 gen.	2,98	3,11	3,30	3,64	3,82	4,78	2,07
feb.	3,05	3,19	3,43	3,78	3,98	4,99	2,09
1999 5 feb.	3,02	3,16	3,39	3,72	3,91	4,92	2,45
12	3,05	3,18	3,42	3,76	3,96	4,99	2,12
19	3,05	3,21	3,46	3,82	4,03	5,07	1,78
26	3,15	3,33	3,58	3,93	4,14	5,28	1,90

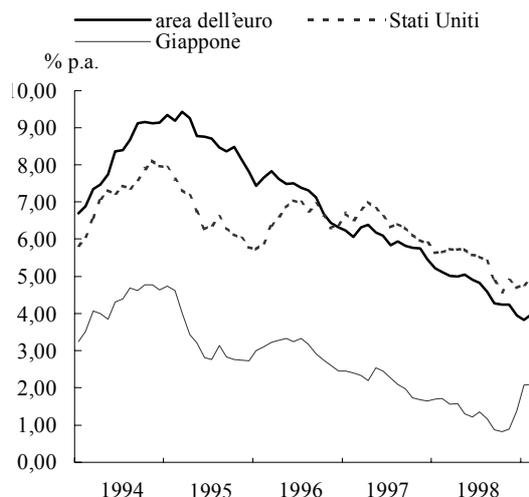
Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(dati mensili)



Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

(dati mensili)



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

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

Tavola 2.7

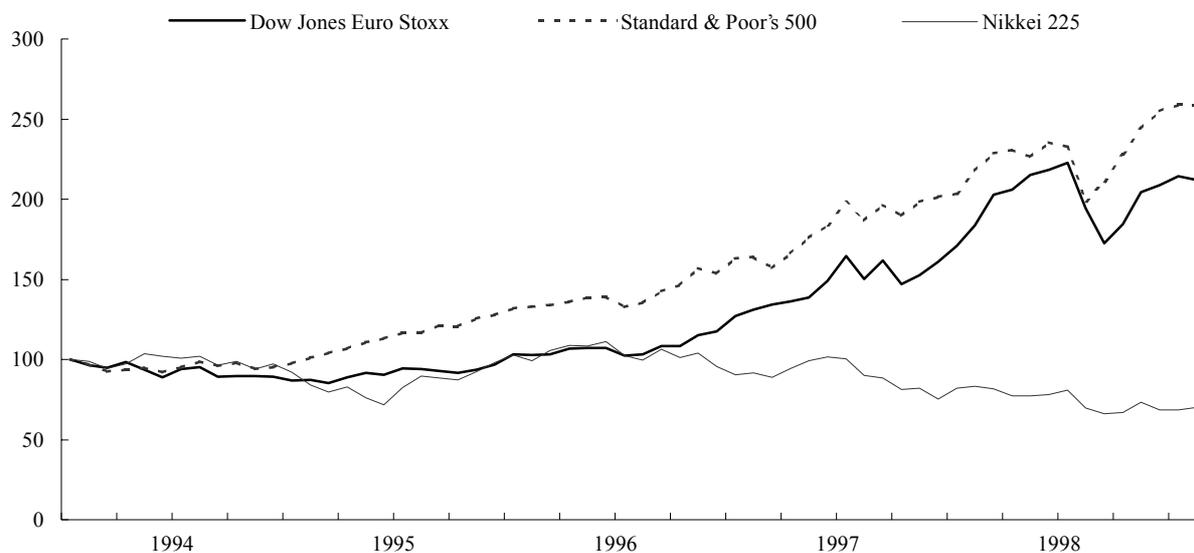
Indici del mercato azionario

(numeri indice)¹⁾

	Indici Dow Jones in euro											Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Indici settoriali										
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Beni di consumo ciclici	Beni di consumo non ciclici	Energetici	Finanziari	Conglomerate	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1994	127,33	1.320,59	145,88	107,82	143,90	125,92	109,29	125,91	132,31	128,66	122,60	455,19	19.299,47
1995	138,37	1.506,82	137,78	111,06	181,13	145,46	117,66	133,05	136,18	145,57	152,09	614,57	19.417,95
1996	167,75	1.850,32	145,11	120,25	274,94	180,64	137,84	156,11	171,05	153,17	192,40	743,25	20.147,27
1997	229,86	2.531,99	166,33	159,82	324,06	249,22	188,87	210,33	204,75	248,37	225,11	962,37	15.917,07
1998	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17
1998 feb.	262,29	2.878,04	185,29	179,88	367,60	252,05	225,29	222,68	234,57	303,85	247,81	1.023,74	16.797,69
mar.	289,46	3.153,32	196,69	197,27	390,26	278,01	249,55	239,23	270,77	335,91	268,38	1.076,83	16.840,31
apr.	293,96	3.195,43	204,90	202,37	386,70	270,47	266,59	238,17	276,74	354,64	275,98	1.112,20	15.941,29
mag.	307,44	3.357,77	211,08	207,22	401,14	280,40	276,07	248,87	302,71	378,82	285,79	1.108,42	15.514,28
giu.	311,58	3.406,82	198,55	204,62	430,65	275,47	270,69	244,59	299,67	387,80	294,99	1.108,39	15.231,29
lug.	318,06	3.480,63	182,52	195,81	436,13	255,90	291,41	226,39	301,26	417,31	305,08	1.156,58	16.370,17
ago.	277,73	3.050,59	151,13	167,11	413,58	217,55	240,10	194,28	262,30	360,33	279,30	1.074,62	15.243,98
set.	246,31	2.670,97	131,62	137,37	379,55	230,22	187,86	182,29	240,51	279,90	277,86	1.020,64	14.140,69
ott.	263,49	2.887,11	138,21	147,48	419,19	223,71	206,17	197,45	250,98	300,39	295,80	1.098,67	13.564,51
nov.	291,73	3.232,44	147,95	153,01	442,91	237,51	236,66	208,39	270,40	339,22	306,30	1.176,46	14.883,70
dic.	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17
1999 gen.	306,01	3.486,40	146,59	152,92	498,08	226,40	254,13	229,20	301,23	367,41	339,23	1.246,89	13.859,26
feb.	302,69	3.450,87	149,74	152,16	496,17	225,01	246,99	229,33	312,25	366,43	330,00	1.244,93	14.168,83
1999 5 feb.	305,81	3.489,98	151,95	148,38	503,26	231,88	252,80	227,87	318,83	368,55	331,89	1.239,40	13.898,08
12	299,76	3.405,68	151,56	152,73	496,88	224,61	244,03	228,42	307,37	365,28	323,52	1.254,04	13.973,69
19	300,01	3.415,52	147,12	153,48	500,91	222,04	241,40	229,39	309,53	362,16	326,75	1.239,22	14.098,04
26	303,87	3.484,24	150,00	154,26	487,31	227,63	245,22	219,75	312,39	365,04	328,83	1.238,33	14.367,54

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

(base: gennaio 1994 = 100; dati mensili)



Fonte: Reuters.

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

Tavola 2.8

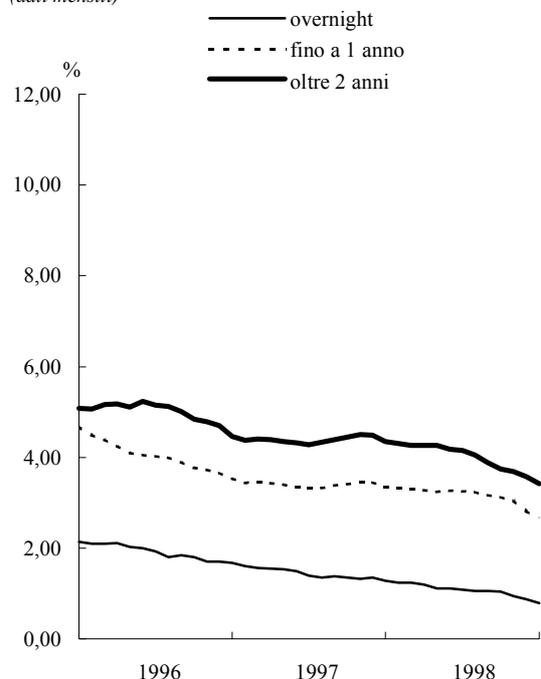
Tassi di interesse bancari al dettaglio

(valori percentuali in ragione d'anno; i dati dei tassi di interesse sui prestiti sono provvisori)

	Tassi di interesse sui depositi						Tassi di interesse sui prestiti			
	In conto corrente	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso		Alle imprese		Alle famiglie	
		1	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
1996	1,94	4,09	4,68	5,04	3,05	3,16	8,90	.	11,03	7,76
1997	1,47	3,41	3,62	4,40	2,80	3,09	7,54	6,69	9,97	6,81
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,69	5,94	9,39	5,98
1998 gen.	1,29	3,36	3,41	4,34	2,76	3,35	7,07	6,36	9,70	6,53
feb.	1,25	3,32	3,36	4,31	2,76	3,30	7,03	6,30	9,69	6,41
mar.	1,25	3,30	3,33	4,26	2,74	3,32	6,99	6,19	9,63	6,31
apr.	1,20	3,27	3,30	4,26	2,71	3,30	6,89	6,12	9,49	6,17
mag.	1,12	3,24	3,26	4,27	2,71	3,33	6,81	6,09	9,46	6,15
giu.	1,12	3,27	3,28	4,19	2,58	3,34	6,74	6,04	9,46	6,08
lug.	1,08	3,25	3,26	4,15	2,56	3,29	6,61	6,00	9,39	5,94
ago.	1,06	3,23	3,23	4,05	2,55	3,30	6,58	5,91	9,39	5,88
set.	1,05	3,17	3,18	3,88	2,53	3,21	6,56	5,78	9,37	5,75
ott.	1,04	3,12	3,12	3,74	2,49	3,14	6,45	5,65	9,15	5,58
nov.	0,94	3,05	3,04	3,69	2,48	3,12	6,34	5,57	9,03	5,52
dic.	0,87	2,82	2,82	3,57	2,44	3,03	6,17	5,26	8,92	5,38
1999 gen.	0,79	2,67	2,67	3,41	2,36	2,86	6,04	5,19	8,90	5,26

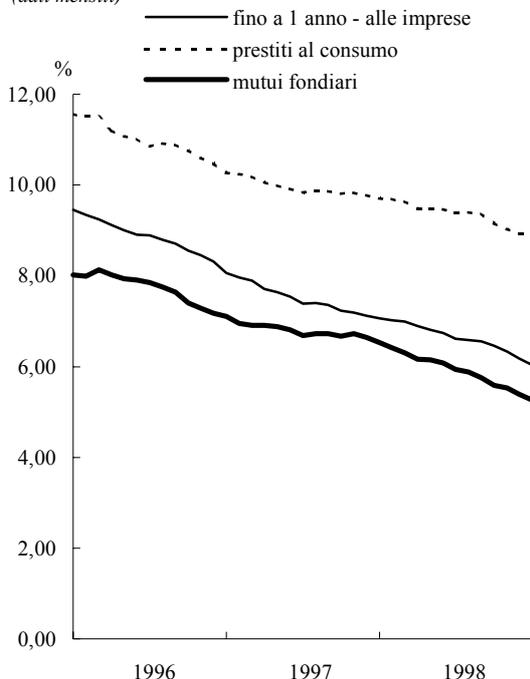
Tassi di interesse sui depositi

(dati mensili)



Tassi di interesse sui prestiti

(dati mensili)



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

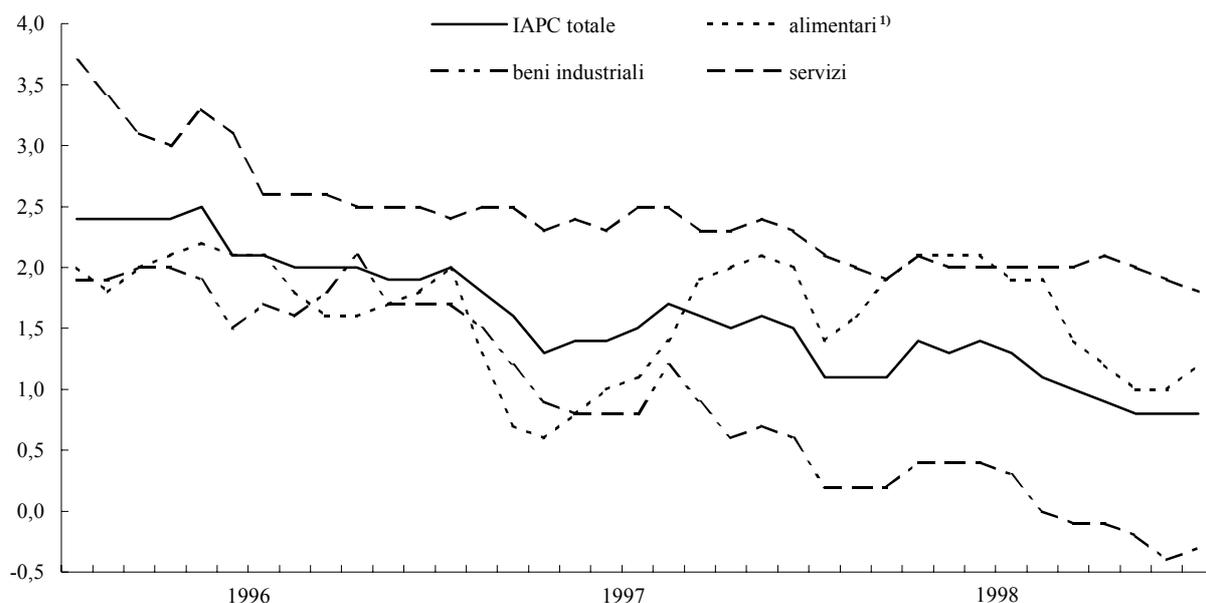
4 IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro

Tavola 4.1

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente salvo diversa indicazione)

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



Fonte: Eurostat.

1) Include le bevande alcoliche e i tabacchi.

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

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

Tavola 4.2

Altri indicatori di prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Prezzi dei prodotti industriali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali								Prezzi internazionali delle materie prime ¹⁾		
	Totale al netto delle costruzioni	Totale al netto delle costruzioni	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Costruzioni ²⁾	Totale	Totale al netto dell'energia	
	indice 1995 = 100					Durevoli	Non-durevoli				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	2,2	1,9	2,3	.	0,3	2,1
1996	100,6	0,6	1,0	-0,7	1,3	1,7	1,7	1,7	1,2	6,4	-6,9
1997	101,6	1,0	0,6	1,0	0,2	1,0	0,2	1,4	1,4	10,0	13,0
1998	100,8	-0,8	-0,5	-1,8	0,3	0,4	0,0	0,6	.	-21,2	-12,5
1997 IV trim.	102,0	1,1	1,0	1,0	0,3	1,2	0,1	1,7	1,4	1,8	14,1
1998 I trim.	101,7	0,5	0,7	0,0	0,3	1,0	-0,2	1,6	0,3	-14,1	-0,1
II trim.	101,2	-0,2	0,0	-0,8	0,3	0,6	0,0	0,9	0,1	-16,6	-10,7
III trim.	100,6	-1,2	-1,0	-2,5	0,4	0,2	0,2	0,2	-0,3	-24,3	-18,2
IV trim.	99,7	-2,2	-1,9	-4,0	0,2	-0,3	0,0	-0,5	.	-30,0	-20,5
1998 feb.	101,7	0,6	0,7	0	0,2	1	-0,2	1,6	-	-13,8	-0,5
mar.	101,5	0,3	0,5	-0,2	0,3	0,9	-0,2	1,4	-	-15,8	-4,7
apr.	101,4	0,1	0,4	-0,4	0,2	0,7	-0,1	1,1	-	-12,2	-6,0
mag.	101,3	-0,2	0,0	-0,8	0,3	0,6	0,0	0,8	-	-18,6	-12,8
giu.	101,0	-0,5	-0,3	-1,2	0,3	0,5	0,0	0,8	-	-18,9	-13,3
lug.	100,8	-0,8	-0,5	-1,8	0,5	0,5	0,3	0,6	-	-21,1	-14,4
ago.	100,6	-1,3	-1,1	-2,8	0,4	0,3	0,3	0,3	-	-26,3	-19,0
set.	100,4	-1,5	-1,3	-2,9	0,4	-0,1	0,0	-0,2	-	-25,4	-20,9
ott.	100,1	-1,9	-1,7	-3,6	0,3	-0,2	0,0	-0,4	-	-30,6	-23,6
nov.	99,7	-2,3	-1,9	-4,1	0,2	-0,4	0,0	-0,7	-	-28,6	-18,4
dic.	99,4	-2,4	-2,1	-4,3	0,1	-0,3	0,0	-0,5	-	-30,8	-19,4
1999 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-23,2	-17,2
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-20,6	-16,1

2. Deflatori del PIL e indicatori del costo del lavoro

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

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

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

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

5 Indicatori congiunturali per l'area dell'euro

Tavola 5.1

Indicatori di prodotto e di domanda

1. Prodotto interno lordo a prezzi costanti e sue componenti

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

	PIL	Domanda interna	Consumi delle famiglie	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7
1995	4.493,3	4.401,8	2.758,2	708,6	908,2	1.442,2	1.350,8
1996	4.563,0	4.452,2	2.809,6	720,8	911,7	1.506,2	1.395,4
1997	4.679,0	4.538,2	2.849,6	722,9	930,8	1.661,8	1.520,9
1998	4.820,6	4.691,3	2.935,5	726,0	969,5	1.761,9	1.632,6
1997 IV trim.	1.184,4	1.147,2	718,7	179,1	236,8	432,8	395,6
1998 I trim.	1.195,1	1.164,6	725,6	181,8	241,0	433,3	402,8
II trim.	1.202,0	1.169,0	729,5	182,4	239,6	441,4	408,4
III trim.	1.210,5	1.174,9	736,8	181,7	243,8	446,8	411,3
IV trim.	1.213,0	1.182,8	743,5	180,1	245,1	440,4	410,2

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) ¹⁾

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

2. Altri indicatori dell'economia reale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Produzione industriale ³⁾									Vendite al dettaglio a prezzi costanti	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale al netto delle costruzioni indice (dest.) 1995 = 100	Totale al netto delle costruzioni	Trasformazione industriale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo durevoli	Beni di consumo non durevoli	Costruzioni			
	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
1995	100,0	3,3	3,5	2,6	7,2	-0,8	1,7	-0,3	2,0	0,3	
1996	100,1	0,0	-0,2	-0,7	1,7	0,0	-0,8	-2,6	1,1	6,6	
1997	104,1	4,1	4,8	5,4	4,2	1,8	2,2	-1,0	0,8	3,9	
1998	108,5	4,1	4,6	3,9	6,8	8,2	1,3	-1,1	.	7,6	
1997 IV trim.	106,4	5,7	6,4	7,3	6,2	4,9	2,8	-0,3	2,1	11,2	
1998 I trim.	107,8	6,3	7,3	7,3	9,1	9,5	1,4	2,8	2,8	12,6	
II trim.	108,7	4,4	5,0	4,3	6,6	8,5	2,2	-1,0	1,8	3,3	
III trim.	108,9	4,0	4,3	3,3	6,9	8,6	2,0	-2,1	2,9	7,4	
IV trim.	108,6	1,9	1,8	0,8	4,9	6,2	-0,2	-3,6	.	7,5	
1998 gen.	107,1	5,8	7,7	7,7	8,2	6,3	2,3	12,2	3,0	10,7	
feb.	107,8	6,1	6,9	7,1	8,0	10,0	1,1	0,1	2,2	9,8	
mar.	108,6	6,9	7,3	7,1	10,8	11,9	0,8	-2,1	3,1	16,5	
apr.	108,4	3,3	3,8	3,6	5,1	5,1	1,0	-3,6	0,8	-1,8	
mag.	108,9	6,8	7,7	6,2	10,3	14,2	4,3	2,1	1,8	6,9	
giu.	108,7	3,3	3,7	3,3	4,8	6,9	1,6	-1,2	2,6	5,3	
lug.	109,0	4,2	4,6	3,6	7,7	7,9	2,6	-1,1	3,6	7,2	
ago.	108,7	4,6	5,1	4,0	7,5	10,8	2,5	-1,1	2,5	7,1	
set.	109,1	3,3	3,5	2,5	5,8	8,0	1,0	-3,8	2,8	7,9	
ott.	109,2	3,3	3,6	1,8	7,8	9,8	0,4	-2,7	1,9	1,2	
nov.	108,8	2,7	2,5	2,0	5,1	6,0	0,5	-3,1	4,0	15,3	
dic.	107,7	-0,5	-0,8	-1,5	2,0	2,1	-1,7	-5,2	.	7,3	
1999 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,1

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

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

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

3) Al netto della variazione dei giorni lavorativi.

Tavola 5.2

Indicatori del mercato del lavoro

(dati destagionalizzati)

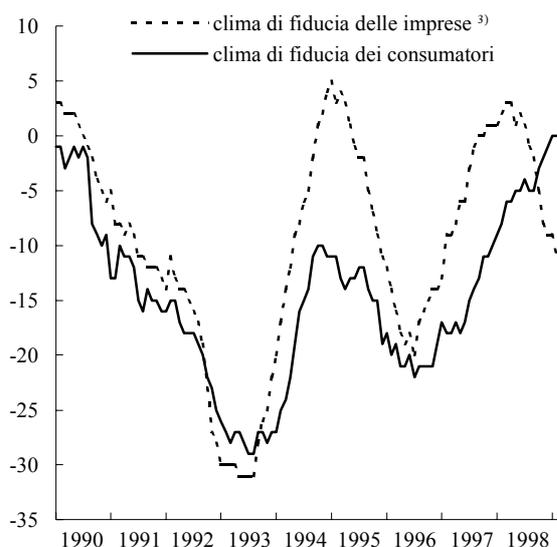
	Occupazione ¹⁾				Disoccupazione ²⁾		Produttività del lavoro ¹⁾	
	Totale economia		Industria manifatturiera		Milioni	In percentuale delle forze di lavoro	Totale economia (variaz. perc. annua)	Industria manifatturiera (variaz. perc. annua)
	Indice 1995 = 100	Variazione percentuale annua	Indice 1995 = 100	Variazione percentuale annua				
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	100,0	0,4	100,0	-0,8	14,401	11,4	1,8	4,3
1996	100,2	0,2	98,6	-1,4	14,821	11,6	1,6	1,2
1997	100,4	0,3	97,9	-0,8	14,918	11,6	2,1	5,6
1998	.	.	.	.	14,057	11,0	.	.
1997 IV trim.	100,7	0,5	98,4	0,5	14,801	11,5	2,6	6,0
1998 I trim.	101,1	1,0	99,6	2,2	14,418	11,2	3,4	5,0
II trim.	101,5	1,1	100,4	2,9	14,139	11,0	1,8	2,1
III trim.	101,9	1,4	100,8	2,8	13,943	10,9	1,8	1,4
IV trim.	.	.	.	.	13,729	10,7	.	.
1998 gen.	.	.	.	.	14,480	11,3	.	.
feb.	.	.	.	.	14,432	11,2	.	.
mar.	.	.	.	.	14,343	11,2	.	.
apr.	.	.	.	.	14,213	11,1	.	.
mag.	.	.	.	.	14,150	11,0	.	.
giu.	.	.	.	.	14,054	11,0	.	.
lug.	.	.	.	.	13,993	10,9	.	.
ago.	.	.	.	.	13,964	10,9	.	.
set.	.	.	.	.	13,873	10,8	.	.
ott.	.	.	.	.	13,777	10,7	.	.
nov.	.	.	.	.	13,705	10,7	.	.
dic.	.	.	.	.	13,704	10,7	.	.
1999 gen.	.	.	.	.	13,568	10,6	.	.

Figura 5.3

Inchieste congiunturali

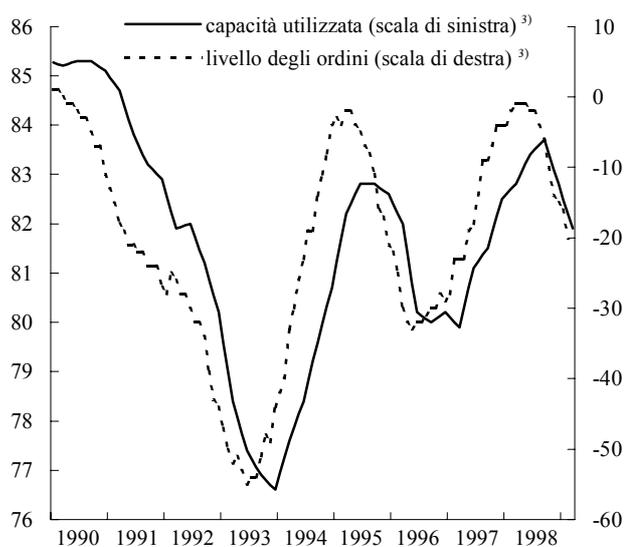
Indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese

(saldi percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Capacità utilizzata e livello degli ordini

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



Fonte: elaborazioni della BCE sulla base di dati nazionali non armonizzati (colonne da 1 a 4, 7 e 8), Eurostat (colonne 5 e 6); per il grafico, Commissione europea Business and Consumer Surveys.

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

2) Calcolata in base alle raccomandazioni dell'ILO.

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

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

Tavola 6

Risparmio, investimenti e saldi finanziari

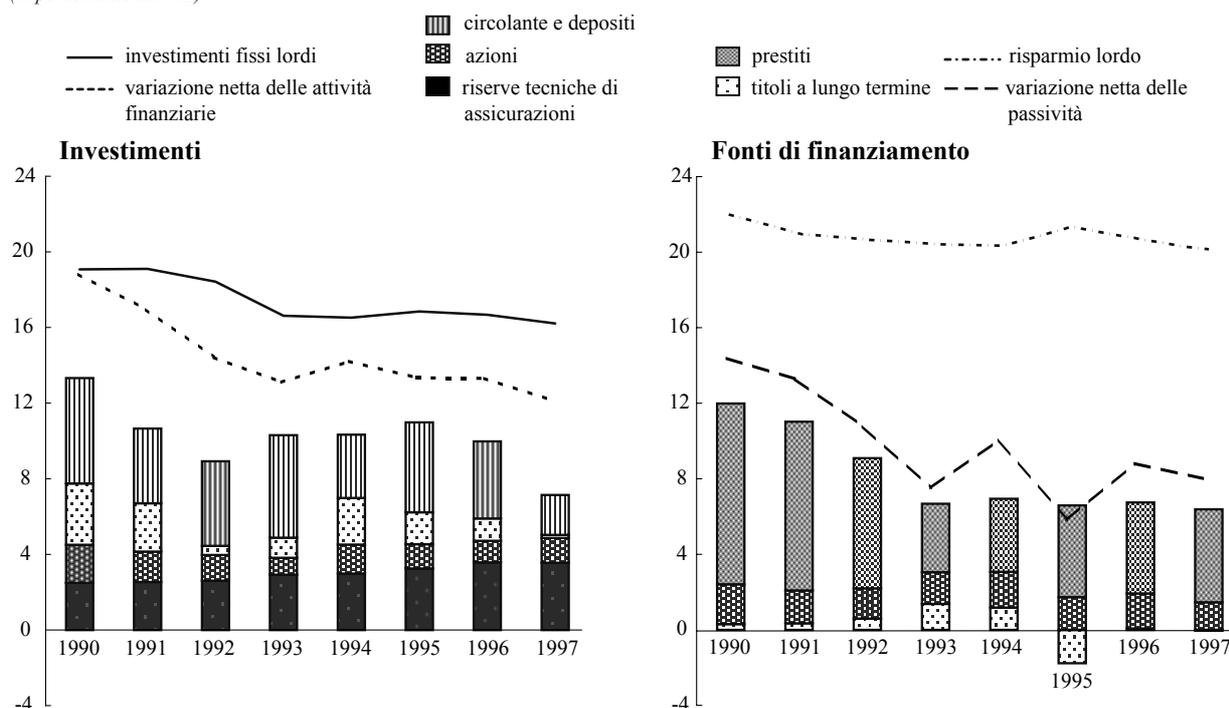
(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)

	Risparmio e investimenti nell'area dell'euro ¹⁾			Investimenti dei settori privati non finanziari ¹⁾²⁾								
	Risparmio lordo	Investimenti fissi lordi	Saldo delle transazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti fissi lordi	Imprese non finanziarie	Variazione netta delle attività finanziarie	Circolante e depositi	Titoli		Azioni	Riserve tecniche di assicurazioni	
								Titoli a lungo termine				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1990	23,5	22,8	0,1	19,1	13,7	18,7	5,6	4,4	3,2	2,0	2,5	
1991	21,9	22,9	-1,2	19,1	14,2	16,8	4,0	3,0	2,6	1,6	2,5	
1992	20,9	22,2	-1,0	18,4	13,6	14,3	4,5	1,7	0,5	1,4	2,6	
1993	20,0	20,2	0,5	16,6	12,2	13,0	5,4	0,6	1,1	0,9	2,9	
1994	20,4	19,8	0,3	16,5	12,2	14,1	3,3	2,3	2,5	1,5	3,0	
1995	21,3	20,0	1,0	16,8	12,6	13,2	4,8	1,9	1,7	1,3	3,3	
1996	20,8	19,6	1,4	16,7	12,4	13,2	4,1	0,3	1,2	1,1	3,6	
1997	21,4	19,0	2,1	16,2	11,9	12,0	2,1	-0,3	0,2	1,3	3,6	

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

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

(in percentuale del PIL)



1) Alcune componenti degli investimenti e delle passività.

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

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

Tavola 7.1

Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro ¹⁾ - Entrate e spese

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

2. Area dell'euro ²⁾ - Disavanzo e debito

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

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

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

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

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

Fonte: Commissione europea (DGII ed Eurostat) per i dati relativi agli Stati membri, con l'eccezione dei dati sulla composizione del debito (fonte BCE); aggregazione per l'area dell'euro a cura della BCE.

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

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

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

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

Figura 7.2

Disavanzo delle Amministrazioni pubbliche ¹⁾

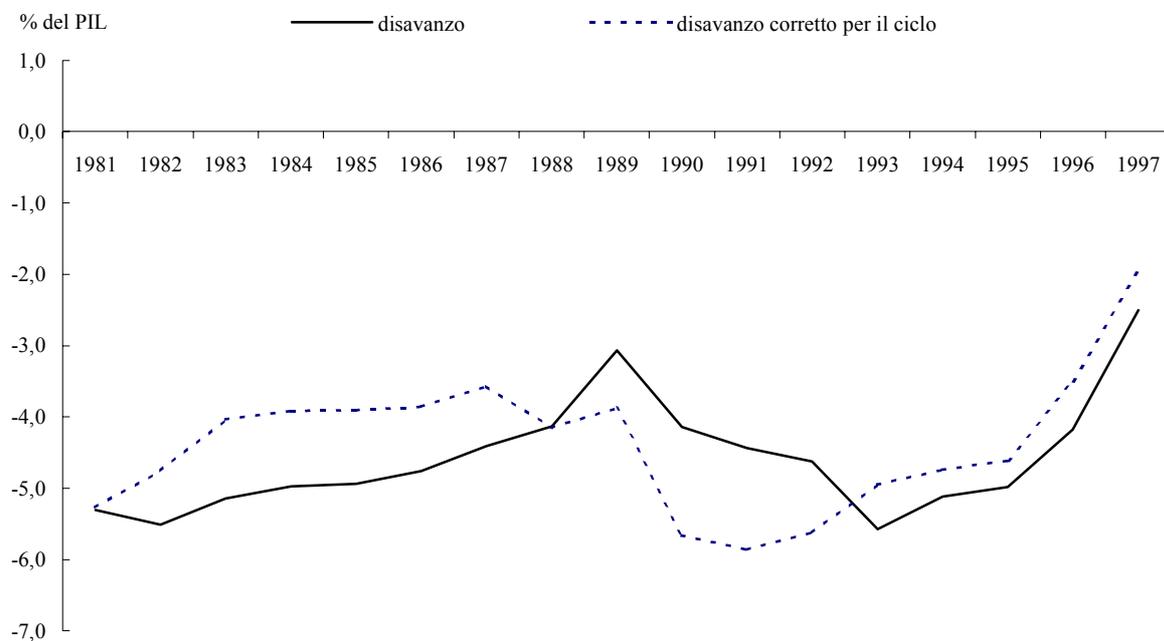
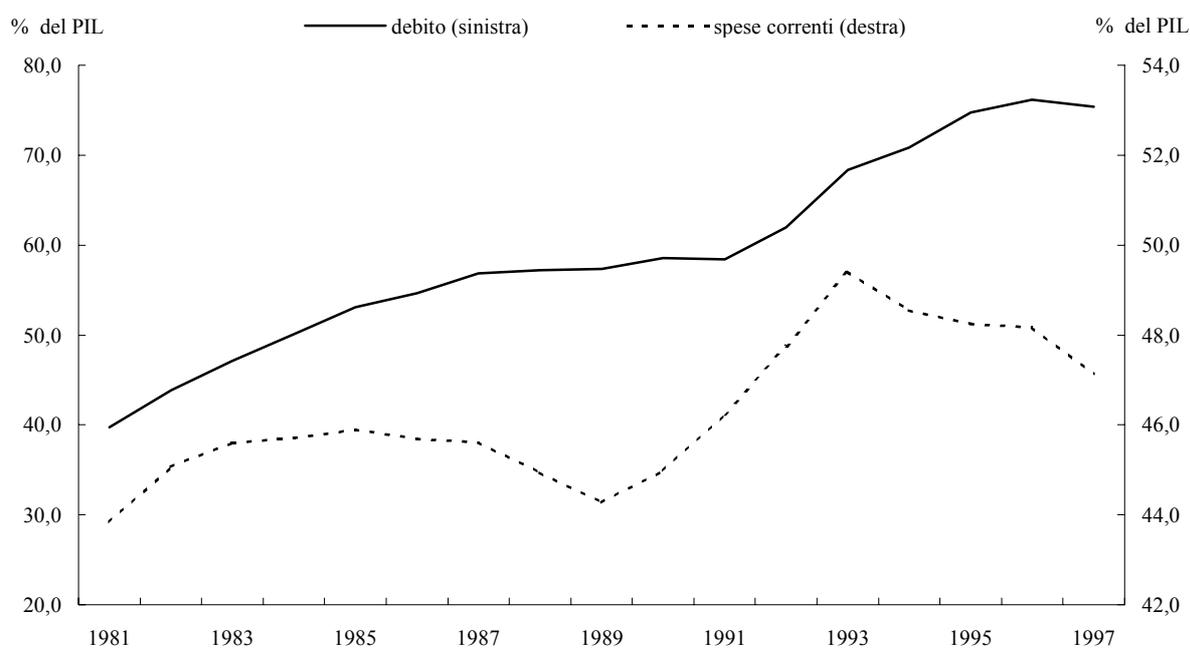


Figura 7.3

Spese correnti e debito delle Amministrazioni pubbliche ¹⁾



Fonte: Commissione europea (DGII ed Eurostat) per i dati relativi agli Stati membri; aggregazione a cura della BCE.

1) Area dell'euro escluso il Lussemburgo.

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

Tavola 9.1

Esportazioni

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

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alimentari non energetiche	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	622,45	46,79	14,53	11,14	79,50	182,75	271,31	16,44
1996	669,70	48,65	13,71	12,97	85,09	194,25	293,46	21,58
1997	761,81	52,57	16,22	14,35	98,75	215,77	341,60	22,55
1996 I trim.	158,77	11,48	3,43	3,08	20,46	46,11	68,71	5,51
II trim.	166,17	11,94	3,43	3,24	21,26	47,73	73,38	5,19
III trim.	162,60	11,92	3,25	3,15	21,69	48,39	69,34	4,86
IV trim.	182,16	13,31	3,60	3,50	21,67	52,03	82,02	6,02
1997 I trim.	170,21	11,93	3,80	3,63	22,53	48,56	74,38	5,39
II trim.	191,59	13,28	4,07	3,61	25,09	53,72	86,06	5,76
III trim.	193,50	12,99	4,14	3,42	25,60	55,54	86,29	5,51
IV trim.	206,52	14,37	4,21	3,70	25,54	57,95	94,87	5,88
1998 I trim.	193,95	13,14	4,13	3,40	26,54	54,32	87,45	4,99
II trim.	203,86	13,94	3,89	3,31	26,94	56,03	94,71	5,04
III trim.	194,34	12,71	3,87	2,90	25,76	54,50	90,06	4,54
1997 ott.	73,17	5,24	1,54	1,27	9,27	21,22	32,65	2,00
nov.	66,31	4,63	1,34	1,18	8,20	18,71	30,33	1,92
dic.	67,03	4,51	1,33	1,25	8,07	18,02	31,89	1,96
1998 gen.	58,41	4,04	1,25	1,17	8,37	16,17	25,80	1,60
feb.	63,64	4,30	1,37	1,01	8,59	17,99	28,76	1,62
mar.	71,90	4,79	1,51	1,21	9,58	20,16	32,89	1,77
apr.	67,94	4,69	1,31	1,11	9,16	18,84	31,00	1,83
mag.	65,87	4,55	1,27	1,07	8,69	18,09	30,56	1,64
giu.	70,05	4,70	1,32	1,12	9,09	19,10	33,16	1,56
lug.	72,57	4,50	1,33	1,06	9,26	20,91	33,94	1,57
ago.	56,17	3,96	1,24	0,92	7,74	15,46	25,46	1,39
set.	65,60	4,25	1,30	0,92	8,75	18,14	30,66	1,57
ott.	68,66	4,29	1,28	0,96	8,27	18,92	31,56	3,39
nov.	66,02	.	.	.	.	.	.	.
Variazione percentuale sul corrispondente periodo dell'anno precedente								
ott. 1998	-6,2	-18,1	-16,9	-24,4	-10,8	-10,8	-3,3	69,5
Cumulativo gen.-ott. 1998	5,1	1,5	-2,8	-11,6	6,1	2,6	8,7	-3,9

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

Tavola 9.2

Importazioni

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

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alimentari non energetiche	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	562,73	46,03	39,81	62,09	52,12	163,71	177,36	21,60
1996	593,92	46,68	36,45	73,85	53,75	166,12	191,34	25,73
1997	672,47	49,42	41,19	80,91	61,59	187,01	226,90	25,44
1996 I trim.	147,69	11,72	9,70	16,35	13,60	42,71	47,81	5,80
II trim.	147,38	11,64	9,42	17,53	13,75	40,22	48,69	6,13
III trim.	140,94	11,18	8,29	17,81	12,69	41,75	43,51	5,70
IV trim.	157,91	12,13	9,05	22,16	13,71	41,44	51,32	8,10
1997 I trim.	158,08	11,29	9,59	20,88	14,51	44,31	51,23	6,27
II trim.	167,56	12,57	11,01	18,62	15,92	46,27	56,98	6,18
III trim.	166,60	12,14	10,01	19,98	15,13	48,62	55,27	5,46
IV trim.	180,23	13,43	10,59	21,42	16,03	47,81	63,42	7,53
1998 I trim.	180,52	12,64	10,84	17,49	17,59	51,21	64,56	6,18
II trim.	178,70	12,55	11,12	15,88	17,21	50,05	65,81	6,08
III trim.	169,09	12,16	9,64	14,59	16,21	49,93	61,34	5,23
1997 ott.	63,51	4,81	3,68	7,53	5,79	17,33	21,91	2,47
nov.	57,99	4,21	3,47	6,84	5,19	15,30	20,65	2,32
dic.	58,74	4,41	3,43	7,06	5,06	15,18	20,86	2,74
1998 gen.	57,90	4,12	3,51	6,16	5,60	16,41	20,11	2,00
feb.	58,22	3,95	3,53	5,74	5,53	16,58	20,69	2,20
mar.	64,40	4,57	3,80	5,60	6,47	18,22	23,75	1,99
apr.	59,97	4,33	3,66	5,42	5,74	16,62	22,25	1,96
mag.	57,09	4,03	3,55	5,53	5,56	15,75	20,89	1,78
giu.	61,63	4,19	3,91	4,93	5,91	17,67	22,67	2,34
lug.	58,94	4,30	3,57	4,90	5,87	17,66	20,79	1,85
ago.	49,74	3,68	2,79	4,70	4,66	14,73	17,67	1,52
set.	60,41	4,18	3,28	5,00	5,68	17,54	22,88	1,86
ott.	61,43	4,06	3,26	4,94	5,48	16,54	23,58	3,56
nov.	59,53	.	.	.	.	.	.	.
Variazione percentuale sul corrispondente periodo dell'anno precedente								
ott. 1998	-3,3	-15,6	-11,4	-34,4	-5,4	-4,6	7,6	44,1
Cumulativo gen.-ott. 1998	6,1	1,4	1,7	-21,0	10,0	7,1	16,1	3,3

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

Tavola 9.3

Saldi commerciali

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

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alimentari non energetiche	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	59,73	0,76	-25,29	-50,96	27,37	19,04	93,95	-5,16
1996	75,78	1,97	-22,74	-60,88	31,33	28,13	102,12	-4,15
1997	89,34	3,15	-24,97	-66,56	37,16	28,76	114,70	-2,89
1996 I trim.	11,08	-0,25	-6,26	-13,27	6,86	3,40	20,89	-0,29
II trim.	18,80	0,30	-5,99	-14,29	7,51	7,51	24,69	-0,94
III trim.	21,65	0,74	-5,04	-14,67	9,00	6,63	25,83	-0,84
IV trim.	24,25	1,18	-5,45	-18,66	7,96	10,59	30,70	-2,08
1997 I trim.	12,13	0,63	-5,79	-17,26	8,02	4,25	23,15	-0,87
II trim.	24,03	0,72	-6,94	-15,01	9,16	7,45	29,07	-0,42
III trim.	26,90	0,86	-5,87	-16,57	10,48	6,93	31,03	0,05
IV trim.	26,29	0,94	-6,38	-17,72	9,50	10,14	31,45	-1,65
1998 I trim.	13,44	0,49	-6,71	-14,10	8,95	3,11	22,89	-1,20
II trim.	25,16	1,39	-7,23	-12,57	9,73	5,98	28,90	-1,04
III trim.	25,25	0,55	-5,77	-11,70	9,55	4,58	28,72	-0,69
1997 ott.	9,67	0,43	-2,14	-6,26	3,48	3,89	10,74	-0,47
nov.	8,33	0,42	-2,13	-5,65	3,01	3,41	9,68	-0,41
dic.	8,29	0,10	-2,11	-5,81	3,02	2,83	11,03	-0,78
1998 gen.	0,51	-0,08	-2,25	-4,99	2,77	-0,24	5,69	-0,39
feb.	5,42	0,35	-2,17	-4,73	3,07	1,41	8,07	-0,58
mar.	7,51	0,22	-2,29	-4,38	3,11	1,94	9,13	-0,22
apr.	7,97	0,36	-2,35	-4,31	3,42	2,22	8,75	-0,12
mag.	8,78	0,52	-2,28	-4,45	3,13	2,34	9,66	-0,14
giu.	8,42	0,51	-2,59	-3,81	3,18	1,43	10,48	-0,78
lug.	13,63	0,20	-2,23	-3,85	3,40	3,25	13,14	-0,28
ago.	6,44	0,28	-1,55	-3,77	3,09	0,73	7,79	-0,12
set.	5,19	0,07	-1,98	-4,08	3,07	0,60	7,78	-0,28
ott.	7,24	0,23	-1,99	-3,98	2,80	2,37	7,98	-0,17
nov.	6,49	.	.	.	.	.	.	.
Variazione percentuale sul corrispondente periodo dell'anno precedente								
ott. 1998	-2,4	-0,2	0,2	2,3	-0,7	-1,5	-2,8	0,3
Cumulativo gen.-ott. 1998	-1,6	0,0	-0,9	12,7	-0,1	-6,5	-5,5	-1,4

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

I 0 Tassi di cambio

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

	Tassi di cambio bilaterali dell'ecu o dell'euro								
	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Sterlina britannica	Corona svedese	Corona danese	Dracma greca	Corona norvegese	Dollaro canadese
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1995	1,308	123,0	1,546	0,829	9,33	7,33	303,0	8,29	1,795
1996	1,270	138,1	1,568	0,814	8,51	7,36	305,5	8,20	1,731
1997	1,134	137,1	1,644	0,692	8,65	7,48	309,3	8,02	1,569
1998	1,121	146,4	1,622	0,676	8,92	7,50	330,7	8,47	1,665
1997 IV trim.	1,123	140,5	1,610	0,677	8,58	7,51	310,2	8,01	1,581
1998 I trim.	1,087	139,2	1,604	0,660	8,71	7,53	319,1	8,20	1,554
II trim.	1,100	149,5	1,643	0,665	8,60	7,52	339,9	8,28	1,592
III trim.	1,118	156,3	1,642	0,676	8,95	7,50	332,7	8,54	1,690
IV trim.	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44	331,5	8,82	1,814
1998 feb.	1,088	136,8	1,593	0,664	8,80	7,53	312,4	8,23	1,561
mar.	1,084	139,9	1,614	0,653	8,64	7,55	331,6	8,22	1,536
apr.	1,091	144,1	1,643	0,653	8,53	7,55	345,0	8,22	1,560
mag.	1,109	149,7	1,639	0,677	8,54	7,50	340,3	8,26	1,603
giu.	1,101	154,4	1,645	0,667	8,71	7,52	334,8	8,34	1,613
lug.	1,098	154,3	1,661	0,668	8,77	7,52	328,7	8,37	1,630
ago.	1,102	159,4	1,646	0,675	8,96	7,50	331,6	8,51	1,688
set.	1,154	155,3	1,617	0,687	9,12	7,48	337,9	8,74	1,756
ott.	1,194	144,2	1,596	0,705	9,37	7,44	336,5	8,88	1,842
nov.	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44	329,1	8,68	1,793
dic.	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45	328,8	8,91	1,807
1999 gen.	1,161	131,3	1,605	0,703	9,08	7,44	323,6	8,65	1,765
feb.	1,121	130,8	1,598	0,689	8,88	7,44	322,0	8,65	1,679
var. % sul									
mese prec. ²⁾	-3,4	-0,4	-0,5	-2,0	-2,2	-0,1	-0,5	0,0	-4,9

	Tassi di cambio bilaterali dell'ecu o dell'euro							Tasso di cambio effettivo dell'area dell'euro ³⁾	
	Dollaro australiano	Dollaro neozelandese	Dollaro di Hong kong	Won coreano	Dollaro di Singapore	Dollaro di Taiwan	Peso messicano	nominale	reale
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1995	1,765	1,993	10,01	999,7	1,833	34,28	8,35	97,8	98,9
1996	1,623	1,847	9,68	1007,9	1,765	34,39	9,52	98,3	99,3
1997	1,528	1,715	8,75	1073,2	1,678	32,50	8,95	90,4	90,8
1998	1,787	2,097	8,69	1568,9	1,876	37,64	10,30	92,3	92,2
1997 IV trim.	1,621	1,820	8,69	1291,1	1,795	35,15	9,07	90,4	90,5
1998 I trim.	1,630	1,879	8,42	1745,8	1,817	36,07	9,17	89,6	89,7
II trim.	1,754	2,063	8,53	1537,0	1,810	37,09	9,55	91,3	91,3
III trim.	1,867	2,199	8,67	1486,8	1,935	38,71	10,62	93,5	93,6
IV trim.	1,887	2,236	9,16	1516,6	1,942	38,64	11,84	94,6	94,3
1998 feb.	1,615	1,867	8,43	1773,8	1,798	35,89	9,26	89,5	89,7
mar.	1,619	1,892	8,41	1615,8	1,757	35,30	9,30	88,9	89,0
apr.	1,673	1,971	8,47	1520,2	1,749	36,07	9,29	89,6	89,5
mag.	1,762	2,062	8,60	1552,4	1,817	37,13	9,53	92,2	92,1
giu.	1,824	2,151	8,53	1539,8	1,866	38,06	9,83	92,2	92,2
lug.	1,776	2,116	8,51	1423,6	1,878	37,79	9,78	92,0	92,2
ago.	1,868	2,196	8,55	1450,4	1,939	38,33	10,34	93,3	93,5
set.	1,962	2,289	8,97	1592,4	1,994	40,10	11,83	95,2	95,1
ott.	1,932	2,284	9,31	1615,7	1,969	39,81	12,21	95,8	95,5
nov.	1,834	2,180	9,05	1511,9	1,913	38,08	11,64	94,1	93,8
dic.	1,893	2,241	9,11	1426,3	1,941	38,02	11,65	94,0	93,6
1999 gen.	1,839	2,159	8,99	1362,5	1,950	37,43	11,83	92,7	92,2
feb.	1,751	2,062	8,68	1330,2	1,905	36,41	11,21	90,9	90,5
var. % sul									
mese prec. ²⁾	4,7%	-4,5	-3,4	-2,4	-2,3	-2,7	-5,2	-1,9	-1,9
anno prec. ²⁾								1,5	0,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Elaborazioni BRI basate, fino a dicembre 1998, su medie ponderate dei tassi di cambio effettivi dei paesi dell'area dell'euro e, da gennaio 1999, su medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro (gli indici forniti dalla BRI sono stati trasformati in indici in base 1990). I pesi sono basati sul commercio di manufatti nel 1990 con i partner commerciali le cui valute sono riportate nella tavola e non tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I tassi reali sono calcolati utilizzando gli indici nazionali dei prezzi al consumo; laddove tali indici non sono ancora disponibili, si utilizzano delle stime.

I I Indicatori economici e finanziari per gli altri Stati membri della UE

Tavola I I

Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	IAPC	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amm. pubbliche, in percentuale del PIL	Debito lordo delle Amm. pubbliche, in percentuale del PIL	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine ¹⁾ , in percentuale per anno	Tasso di cambio in unità della valuta nazionale per euro/ecu	Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL	Costo del lavoro per unità di prodotto ⁴⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ⁶⁾	Tasso di interesse a 3 mesi ⁷⁾ , in percentuale, su base annua
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Danimarca												
1995	-	-2,4	73,1	8,27	7,33	1,1	1,7	3,0	4,4	7,2	-2,0	4,60
1996	2,1	-0,7	68,4	7,19	7,36	1,7	1,0	3,3	1,4	6,8	7,2	3,56
1997	1,9	0,5	64,1	6,26	7,48	0,9	2,8	3,1	4,6	5,6	4,7	3,83
1998	1,3	.	.	4,94	7,50	.	.	.	1,6	5,1	4,6	4,00
1997 IV trim.	1,6	-	-	5,96	7,51	-1,3	3,1	3,3	7,4	5,4	3,9	3,83
1998 I trim.	1,6	-	-	5,30	7,53	-0,7	2,2	4,0	6,1	5,5	3,0	3,75
II trim.	1,4	-	-	5,12	7,52	.	2,0	1,1	-0,8	5,2	5,1	4,00
III trim.	1,2	-	-	4,82	7,50	.	3,5	3,4	2,7	5,1	6,6	4,62
IV trim.	1,1	-	-	4,51	7,44	.	.	.	-1,3	4,7	3,8	4,00
1998 ago.	1,1	-	-	4,81	7,50	.	.	.	4,9	5,1	6,2	4,25
set.	1,1	-	-	4,74	7,48	-	-	-	0,0	4,9	8,4	4,62
ott.	1,1	-	-	4,67	7,44	-	-	-	1,6	4,8	4,0	4,43
nov.	1,1	-	-	4,59	7,44	-	-	-	0,0	4,6	4,1	4,12
dic.	1,1	-	-	4,27	7,45	-	-	-	-5,5	4,6	3,3	4,00
1999 gen.	1,2	-	-	4,03	7,44	-	-	-	.	.	.	3,78
feb.	.	-	-	4,19	7,44	-	-	-	.	.	.	3,60
Grecia												
1995	-	-10,6	110,1	.	303,0	-2,5	11,6	2,1	2,1	7,1	6,4	14,70
1996	7,9	-7,5	112,2	.	305,5	-3,7	10,6	2,4	0,6	7,5	9,8	12,20
1997	5,4	-4,0	109,5	9,92	309,3	.	7,1	3,2	1,0	7,9	14,5	12,50
1998	4,5	.	.	8,48	330,7	.	.	.	.	.	3,8	11,40
1997 IV trim.	4,7	-	-	10,18	310,2	.	.	.	2,8	7,9	13,6	12,50
1998 I trim.	4,2	-	-	10,45	319,1	.	.	.	2,9	8,1	4,6	10,85
II trim.	5,0	-	-	7,90	339,9	.	.	.	6,0	10,3	3,4	12,20
III trim.	4,8	-	-	7,83	332,7	.	.	.	3,1	11,7	1,8	12,25
IV trim.	4,0	-	-	7,76	331,5	.	.	.	.	.	5,6	11,40
1998 ago.	4,7	-	-	7,56	331,6	-	-	-	3,2	12,1	2,0	14,00
set.	5,0	-	-	8,25	337,9	-	-	-	-1,4	11,9	1,1	12,25
ott.	4,5	-	-	8,45	336,5	-	-	-	0,4	10,4	2,4	11,70
nov.	3,9	-	-	7,65	329,1	-	-	-	3,5	.	5,4	11,45
dic.	3,7	-	-	7,17	328,8	-	-	-	.	.	8,7	11,40
1999 gen.	3,5	-	-	6,32	323,6	-	-	-	.	.	14,6	11,40
feb.	.	-	-	5,96	322,0	-	-	-	.	.	.	10,41
Svezia												
1995	-	-7,0	78,0	10,24	9,33	.	.	3,9	12,6	8,8	-1,3	8,37
1996	0,8	-3,5	77,2	8,02	8,51	.	.	1,3	3,1	9,6	10,0	3,93
1997	1,8	-0,8	76,9	6,62	8,65	2,9	.	1,8	8,1	9,9	4,2	4,68
1998	1,0	.	.	4,99	8,92	.	.	.	.	8,2	3,5	3,42
1997 IV trim.	2,7	-	-	6,18	8,58	2,2	.	3,3	9,1	9,1	2,0	4,68
1998 I trim.	1,9	-	-	5,51	8,71	3,0	.	2,9	4,2	8,7	2,0	4,50
II trim.	1,4	-	-	5,13	8,60	1,1	.	2,3	6,6	8,6	2,6	4,12
III trim.	0,6	-	-	4,82	8,95	2,5	.	3,5	4,3	8,1	4,7	4,12
IV trim.	0,1	-	-	4,50	9,38	.	.	.	.	7,5	4,5	3,42
1998 ago.	0,6	-	-	4,80	8,96	-	-	-	6,3	8,1	3,9	4,19
set.	-0,1	-	-	4,79	9,12	-	-	-	0,8	7,6	4,8	4,12
ott.	0,1	-	-	4,72	9,37	-	-	-	4,4	7,5	5,9	3,93
nov.	0,1	-	-	4,55	9,31	-	-	-	1,8	7,6	5,6	3,50
dic.	0,0	-	-	4,22	9,45	-	-	-	.	7,5	2,1	3,42
1999 gen.	0,0	-	-	4,02	9,08	-	-	-	.	7,6	.	3,36
feb.	.	-	-	4,18	8,88	-	-	-	.	.	.	3,30
Regno Unito												
1995	-	-5,5	53,9	8,32	0,829	-0,5	1,7	2,8	1,5	8,7	7,2	6,56
1996	2,5	-4,7	54,7	7,94	0,814	-0,2	2,0	2,6	0,4	8,2	9,9	6,56
1997	1,8	-2,1	53,5	7,13	0,692	0,6	3,3	3,5	1,0	7,0	11,2	7,48
1998	1,5	.	.	5,60	0,676	.	.	.	.	6,3	9,6	6,12
1997 IV trim.	1,9	-	-	6,57	0,677	0,0	3,5	4,0	0,5	6,6	11,2	7,48
1998 I trim.	1,5	-	-	6,10	0,660	-1,6	3,1	3,2	0,1	6,5	10,5	7,47
II trim.	1,8	-	-	5,89	0,665	.	.	2,7	0,9	6,3	9,9	7,59
III trim.	1,4	-	-	5,57	0,676	.	.	2,0	0,4	6,3	9,6	7,27
IV trim.	1,4	-	-	4,82	0,702	.	.	1,3	.	6,2	8,6	6,12
1998 ago.	1,3	-	-	5,63	0,675	-	-	-	0,5	6,3	9,0	7,50
set.	1,5	-	-	5,16	0,687	-	-	-	0,4	6,3	9,3	7,27
ott.	1,3	-	-	4,99	0,705	-	-	-	-0,5	6,2	9,3	7,12
nov.	1,4	-	-	4,93	0,701	-	-	-	-0,2	6,2	8,4	6,62
dic.	1,5	-	-	4,54	0,702	-	-	-	.	.	8,1	6,12
1999 gen.	1,6	-	-	4,20	0,703	-	-	-	.	.	.	5,82
feb.	.	-	-	4,37	0,689	-	-	-	.	.	.	5,51

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

1) Valori medi nel periodo indicato.

2) Per ulteriori informazioni vedi tavola 10.

3) BPM4; BPM5 per la Svezia.

4) Dati riferiti all'intera economia; i dati per

il Regno Unito non comprendono i contributi sociali a carico del datore di lavoro.

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

6) Media dei valori di fine mese;

M3 (M4 per il Regno Unito).

7) Valori di fine periodo fino al dicembre 1998; successivamente medie nel periodo indicato.

I 2 Indicatori economici e finanziari per i principali paesi non-UE

Tavola 12.1

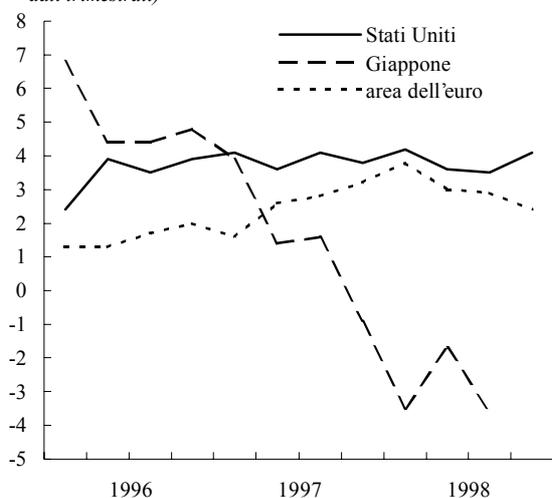
Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale ¹⁾	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro	M2 ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ (valori percentuali per anno)	Rendimento sui titoli pubblici a 10 anni ³⁾ (valori percentuali per anno)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionali per euro/ecu)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) fiscale in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
1995	2,8	-1,6	2,3	5,4	5,6	2,1	5,44	6,69	1,308	-2,3	60,8
1996	2,9	-2,3	3,4	4,8	5,4	4,8	5,43	6,54	1,270	-1,2	59,9
1997	2,3	0,0	3,9	6,7	4,9	5,0	5,62	6,45	1,134	0,1	57,8
1998	1,6	0,7	3,9	4,1	4,5	7,5	5,00	5,33	1,121	-	-
1997 IV trim.	1,9	0,7	3,8	7,3	4,7	5,7	5,62	5,99	1,123	-	57,8
1998 I trim.	1,5	1,1	4,2	6,0	4,6	6,6	5,59	5,67	1,087	-	57,7
II trim.	1,6	1,0	3,6	5,0	4,4	7,2	5,59	5,67	1,100	-	56,1
III trim.	1,6	1,4	3,5	3,2	4,5	7,4	5,20	5,27	1,118	-	55,2
IV trim.	1,5	-0,8	4,1	2,5	4,4	8,7	5,00	4,72	1,177	-	-
1998 ago.	1,6	-	-	3,7	4,5	7,1	5,50	5,41	1,102	-	-
set.	1,5	-	-	2,9	4,5	7,8	5,20	4,87	1,154	-	-
ott.	1,5	-	-	3,0	4,5	8,4	5,12	4,58	1,194	-	-
nov.	1,5	-	-	2,3	4,4	8,7	5,12	4,89	1,164	-	-
dic.	1,6	-	-	2,2	4,3	9,0	5,00	4,69	1,172	-	-
1999 gen.	1,7	-	-	2,2	4,3	9,0	4,99	4,78	1,161	-	-
feb.	-	-	-	-	-	-	5,00	4,99	1,121	-	-
Giappone											
1995	-0,1	-2,5	1,5	3,4	3,1	3,0	0,50	3,32	123,0	-3,6	-
1996	0,1	-1,7	5,1	2,3	3,4	3,3	0,31	3,03	138,1	-4,3	-
1997	1,7	-1,8	1,4	3,6	3,4	3,1	0,36	2,15	137,1	-3,3	-
1998	0,6	-	-	-6,9	4,1	4,0	0,18	1,30	146,4	-	-
1997 IV trim.	2,1	1,8	-0,9	-0,7	3,5	3,3	0,36	1,68	140,5	-	-
1998 I trim.	2,0	3,7	-3,5	-4,0	3,6	4,7	0,50	1,65	139,2	-	-
II trim.	0,3	7,1	-1,7	-8,5	4,2	3,7	0,43	1,36	149,5	-	-
III trim.	-0,2	-	-3,6	-8,6	4,3	3,7	0,12	1,14	156,3	-	-
IV trim.	0,5	-	-	-6,7	4,3	4,0	0,18	1,04	140,6	-	-
1998 ago.	-0,3	8,3	-	-9,1	4,3	3,8	0,37	1,17	159,4	-	-
set.	-0,2	-	-	-7,6	4,3	3,8	0,12	0,88	155,3	-	-
ott.	0,2	-	-	-7,9	4,3	3,9	0,68	0,82	144,2	-	-
nov.	0,8	-	-	-5,6	4,4	4,3	0,68	0,89	140,1	-	-
dic.	0,6	-	-	-6,4	4,3	3,9	0,18	1,39	137,4	-	-
1999 gen.	0,2	-	-	-7,5	-	3,6	0,35	2,07	131,3	-	-
feb.	-	-	-	-	-	-	0,38	2,09	130,8	-	-

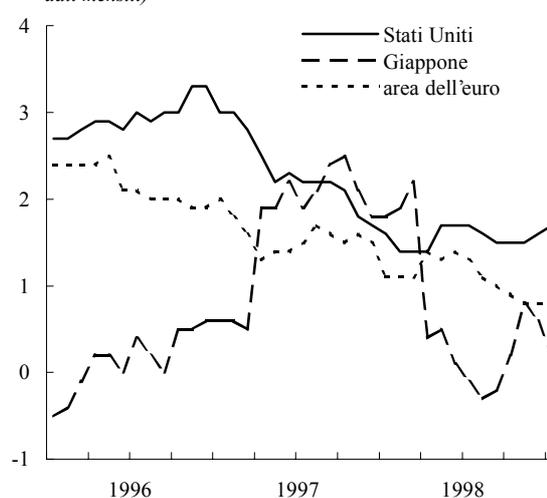
PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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

1) Industria manifatturiera.

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

3) Consistenze di fine periodo.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. tavola 10.

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

Tavola 12.2

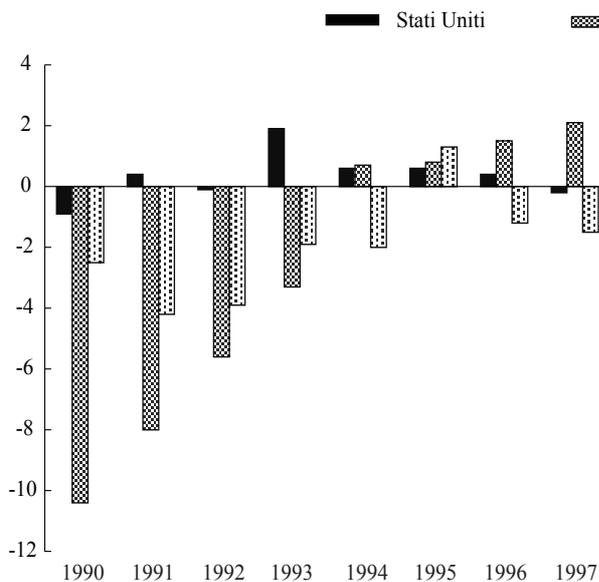
Risparmio, investimenti e saldi finanziari

(in percentuale del PIL)

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

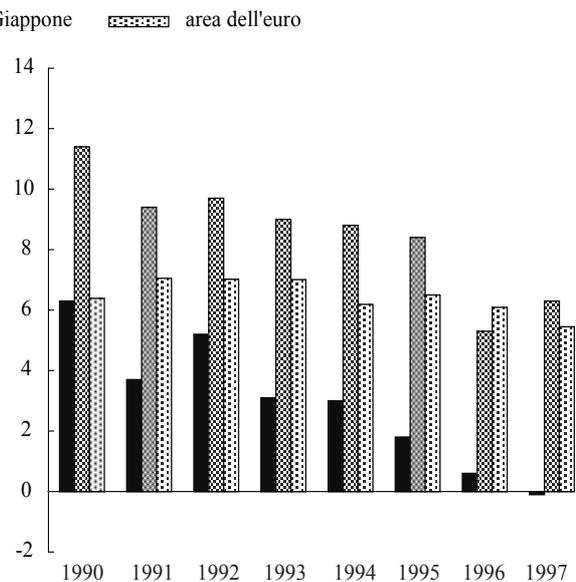
Saldo finanziario delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)



Saldo finanziario delle famiglie ¹⁾

(in percentuale del PIL)



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

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



Note generali

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

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

Poiché la composizione dell'ecu include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 - che sono convertiti in ecu dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ecu - sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle tavole 1 e 2 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio irrevocabilmente fissi annunciati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano sui dati espressi in termini di moneta nazionale.

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

In generale, le statistiche riportate nella presente edizione sono aggiornate al 4 marzo

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).*

1999. I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro.

Statistiche di politica monetaria

Le tavole dalla 1.1 alla 1.5 mostrano la situazione finanziaria consolidata settimanale dell'Eurosistema, i dati sulle operazioni dell'Eurosistema, le statistiche relative alla riserva obbligatoria e la posizione di liquidità del sistema bancario. Le statistiche monetarie delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), compreso l'Eurosistema, sono mostrate nelle tavole da 2.1 a 2.3. La tavola 2.3 riporta dati consolidati; le posizioni interbancarie entro l'area dell'euro non sono riportate, ma eventuali discrepanze tra il totale delle attività e passività di questo tipo segnalate dalle banche sono riportate nella colonna 13. La tavola 2.4 riporta gli aggregati monetari derivanti dal bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Dati trimestrali più completi relativi al bilancio e alle statistiche monetarie delle IFM dovrebbero essere pubblicati nell'edizione di aprile. Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE. I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione *Money and Banking Statistics Sector Manual - Guidance for the statistical classification of customers* (IME, aprile 1998). Il documento *Money and Banking Statistics Compilation Guide* (IME, aprile 1998) spiega alcune procedure che si raccomanda alle BCN di seguire. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche saranno raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle Istituzioni finanziarie monetarie (BCE/1998/16).

Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (cfr. tavole dalla 2.5 alla 2.7) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica. Per dettagli concernenti le statistiche sui tassi di interesse bancari al dettaglio (cfr. tav. 2.8), cfr. la nota a piè della relativa pagina.

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

Prezzi e indicatori congiunturali

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

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (cfr. tav. 4.1) è disponibile a partire dal 1995. È basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. L'attuazione del Regolamento del Consiglio della UE del 1998 sulle statistiche a breve termine ampliarà la gamma dei dati disponibili sull'area dell'euro, che comprenderà dati tempestivi e comparabili sul volume degli scambi al dettaglio, per i quali al momento si utilizza una stima basata sui dati nazionali (cfr. tav. 5.1).

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

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

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

Conti finanziari

Il Pacchetto di attuazione prevedeva la necessità di rendere disponibili informazioni dettagliate

sulle transazioni finanziarie e sui bilanci per l'area dell'euro, come supporto per l'analisi monetaria e la ricerca finalizzata alla politica economica. L'intento è quello di fornire un quadro abbastanza esauriente, anche se non completo, dell'area dell'euro sulla base di statistiche monetarie e bancarie, statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e al mercato dei capitali, nonché dei dati del SEC 95. Nella tavola 6 sono riportati gli aggregati relativi all'area dell'euro basati sui conti della formazione del capitale e i conti finanziari nazionali.

Si prevede che una serie di statistiche più dettagliate e ulteriormente armonizzate sui conti finanziari per l'area dell'euro venga pubblicata nel Bollettino mensile della BCE nel corso del 1999.

Posizioni di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

La tavola 7.1 mostra la posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro in percentuale del PIL e si basa sui dati forniti dalla Commissione europea (DG II ed Eurostat) nell'ambito della Procedura sui disavanzi eccessivi stabilita dal Trattato di Maastricht. Inoltre, i dati relativi al disavanzo e al debito pubblico sono indicati per ciascuno dei paesi dell'area dell'euro, considerata la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e di crescita.

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

Bilancia dei pagamenti, commercio estero e tassi di cambio

I dati relativi alla bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro saranno pubblicati per la prima volta nel numero di aprile del Bollettino mensile, quelli relativi alla posizione netta sull'estero in autunno, in conformità con la 5ª edizione

del Manuale dell'FMI sulla Bilancia dei Pagamenti (ottobre 1993) e con l'Indirizzo della BCE del 1° dicembre 1998 sugli obblighi di informazione statistica della Banca centrale europea (BCE/1998/17). Per il momento, la tavola 9 presenta solamente i dati sull'interscambio commerciale dell'area dell'euro.

A partire dal gennaio 1999 i dati sui tassi di cambio (cfr. tav. 10) sono basati sui tassi di riferimento giornalieri pubblicati dalla BCE.

Altre Statistiche

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. tav. 11) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. tav./fig. 12) sono ottenuti da fonti nazionali. I dati sul risparmio, gli investimenti e i saldi finanziari per gli Stati Uniti e il Giappone (cfr. tav./fig. 12.2) sono presentati con una struttura analoga a quella utilizzata per l'area dell'euro nella tavola/figura 6.

Segni convenzionali nelle tavole

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

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema

22 dicembre 1998

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

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

31 dicembre 1998

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

I ministri degli Stati membri dell'area dell'euro, la BCE e i ministri e governatori delle banche centrali di Danimarca e Grecia decidono, mediante una procedura comune che coinvolge la Commissione europea e dopo aver consultato il Comitato monetario, di fissare i tassi centrali

nei confronti dell'euro per le monete che partecipano all'accordo di cambio che entra in vigore il 1° gennaio 1999. Facendo seguito a questa decisione sui tassi centrali, la BCE, la Danmarks Nationalbank e la Banca di Grecia fissano congiuntamente i punti di intervento obbligatorio per la corona danese e la dracma greca. Per la corona danese verrà osservata una banda del +/- 2,25 per cento intorno al tasso centrale con l'euro. Per la dracma greca si applicherà la normale banda di oscillazione del +/- 15 per cento intorno al tasso centrale con l'euro.

7 gennaio 1999

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

21 gennaio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide di riportare i tassi di interesse praticati per i due tipi di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti ai livelli che aveva fissato per l'inizio della Terza fase, cioè di fissare il tasso di interesse per le operazioni di rifinanziamento marginale al livello del 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali al livello del 2 per cento con effetto dal 22 gennaio 1999. Decide inoltre che per le due operazioni di rifinanziamento principali con regolamento, rispettivamente, il 27 gennaio e il 3 febbraio saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle prime tre operazioni di questo tipo; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3 per cento.

4 febbraio 1999

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

18 febbraio 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le operazioni di rifinanziamento principali con regolamento il 24 febbraio e il 3 marzo 1999 saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle precedenti operazioni di questo tipo regolate in precedenza nell'anno in corso; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso ad un tasso di interesse del 3 per

cento. In aggiunta, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale viene mantenuto al 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2 per cento.

4 marzo 1999

Il Consiglio direttivo della BCE decide che per le operazioni di rifinanziamento principali con regolamento il 10 e il 17 marzo 1999 saranno applicate le stesse condizioni praticate nelle precedenti operazioni di questo tipo regolate in precedenza nell'anno in corso; le operazioni saranno cioè effettuate tramite un'asta a tasso fisso a un tasso di interesse del 3 per cento. In aggiunta, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale viene mantenuto al 4,5 per cento e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2 per cento. Il Consiglio direttivo decide inoltre che per le prossime operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema (a partire dall'operazione con regolamento il 25 marzo 1999) verrà applicato il metodo di aggiudicazione a tasso multiplo, salvo diversa indicazione.

Il sistema TARGET (sistema automatizzato di regolamento lordo in tempo reale tra i paesi dell'Unione europea)

Il principale obiettivo di TARGET è quello di fornire un meccanismo sicuro e affidabile per il regolamento in tempo reale dei pagamenti transfrontalieri in euro su base lorda. TARGET è stato realizzato in particolare per soddisfare le esigenze connesse all'attuazione della politica monetaria dell'Eurosistema e al funzionamento del mercato monetario in euro. La Banca centrale europea (BCE) pubblicherà informazioni sull'andamento di TARGET nelle versioni trimestrali del proprio Bollettino mensile, cioè quelle di marzo, giugno, settembre e dicembre. Ulteriori informazioni sul sistema sono fornite nella TARGET brochure e in altri documenti disponibili nella sezione TARGET del sito Web della BCE (si veda la lista dei documenti pubblicati dalla BCE a pagina 41* di questo Bollettino).

Quadro di riferimento operativo

Con l'intento di facilitare l'adeguamento degli operatori al nuovo ambiente operativo previsto per il sistema dei pagamenti nella Terza Fase dell'UME, durante le ultime tre settimane di gennaio l'orario di chiusura di TARGET è stato posticipato di un'ora. A partire dal 1° febbraio 1999, come previsto, il sistema ha ripreso il suo normale orario operativo, cioè dalle ore 7 alle 18 (ora dell'Europa centrale). Non è stato necessario procrastinare ulteriormente l'uso di un orario esteso in quanto le banche hanno adottato, con successo, più efficaci modalità di gestione della propria liquidità. Esse hanno inoltre riconosciuto sempre più i benefici dell'utilizzo di TARGET per la gestione della propria tesoreria e per l'esecuzione di pagamenti di importo rilevante.

Nella riunione del 4 febbraio 1999, il Consiglio dei Governatori ha deciso che, a partire dal 5 febbraio 1999, il termine ultimo per richiedere l'accesso al rifinanziamento marginale coinciderà con quello per l'accesso ai depositi overnight presso la banca centrale, ovvero 30 minuti dopo l'effettivo orario di chiusura di TARGET. Tale misura rende più facile per i partecipanti a TARGET la gestione delle posizioni di fine giornata.

Le norme che regolano il sistema prevedono che l'orario di chiusura possa essere posticipato nel caso in cui l'esecuzione di pagamenti di importo rilevante debba continuare oltre le ore 18 per garantire l'ordinata conclusione della giornata operativa. Tuttavia, la formulazione originaria di queste norme prevedeva che il nuovo orario di chiusura fosse applicabile solo al paese la cui banca centrale richiedeva l'estensione. Successivamente le norme sono state modificate così che, dal 5 febbraio 1999, in caso di ritardata chiusura tutte le banche centrali

nazionali possano sia immettere sia ricevere nuovi pagamenti. Le nuove modalità rendono più trasparente il funzionamento del sistema e assicurano condizioni di parità tra tutti gli utenti di TARGET.

Flussi di pagamenti in TARGET

Nel mese di gennaio 1999 TARGET, nel suo insieme, ha trattato una media giornaliera di 151.197 pagamenti, per un importo complessivo

Tavola I

Pagamenti gestiti da TARGET e dagli altri principali sistemi di trasferimento fondi interbancari: volume delle transazioni (numero dei pagamenti)

TARGET	1999 gen.
<hr/>	
Totale pagamenti TARGET	
Volume totale	3.023.945
Media giornaliera	151.197
<hr/>	
Pagamenti transfrontalieri TARGET	
Volume totale	402.266
Media giornaliera	20.113
<hr/>	
Pagamenti interni TARGET	
Volume totale	2.621.679
Media giornaliera	131.084
<hr/>	
Altri sistemi	
<hr/>	
Euro I	
Volume totale	855.032
Media giornaliera	42.752
<hr/>	
Euro Access Frankfurt (EAF)	
Volume totale	958.828
Media giornaliera	47.941
<hr/>	
Système Net Protégé (SNP)	
Volume totale	439.479
Media giornaliera	21.974
<hr/>	
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI)	
Volume totale	100.696
Media giornaliera	5.035

Tavola 2**Pagamenti gestiti da TARGET e dagli altri principali sistemi di trasferimento fondi interbancari: valore delle transazioni***(in miliardi di euro)*

TARGET	1999 gen.
<hr/>	
Totale pagamenti TARGET	
Importo totale	20.926
Media giornaliera	1.046
Pagamenti transfrontalieri TARGET	
Importo totale	7.107
Media giornaliera	355
Pagamenti interni TARGET	
Importo totale	13.819
Media giornaliera	691
<hr/>	
Altri sistemi	
Euro I	
Importo totale	3.441
Media giornaliera	172
Euro Access Frankfurt (EAF)	
Importo totale	4.001
Media giornaliera	200
Système Net Protégé (SNP)	
Importo totale	2.131
Media giornaliera	107
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI)	
Importo totale	168
Media giornaliera	8

di 1.046 miliardi di euro (cfr. tavole 1 e 2). In questo periodo il numero dei pagamenti transfrontalieri è stato in media di 20.113 al giorno (pari a 355 miliardi di euro). Durante le prime tre settimane di febbraio il numero di questi pagamenti si è stabilizzato su una media quotidiana di più di 25.000 transazioni per un controvalore di circa 342 miliardi di euro.

Con riferimento ai pagamenti transfrontalieri canalizzati attraverso il sistema TARGET, la quota di quelli per conto della clientela è cresciuta solo lievemente a febbraio e ora si attesta attorno al 16 per cento del numero totale dei pagamenti. In valore, essi rappresentano solo l'1,8 per cento del totale.

Tale dato conferma le attese circa l'utilizzo del sistema come canale per il regolamento dei pagamenti interbancari di importo rilevante (l'ammontare medio del singolo pagamento è pari a 16 milioni di euro). Per questa ragione, nel confronto con gli altri sistemi la quota di TARGET sul numero totale dei pagamenti in euro è minore di quella calcolata sul valore complessivo di tali pagamenti (cfr. tavole 1 e 2).

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)

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

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

Bollettino mensile

Articoli pubblicati a partire da gennaio 1999:

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

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

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

Altre pubblicazioni

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

TARGET brochure, luglio 1998.

The TARGET service level, luglio 1998.

Report on electronic money, agosto 1998.

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

Money and banking statistics compilation guide, settembre 1998.

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

Third progress report on the TARGET project, novembre 1998

Correspondent central banking model (CCBM), dicembre 1998.

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