



BANCA CENTRALE EUROPEA

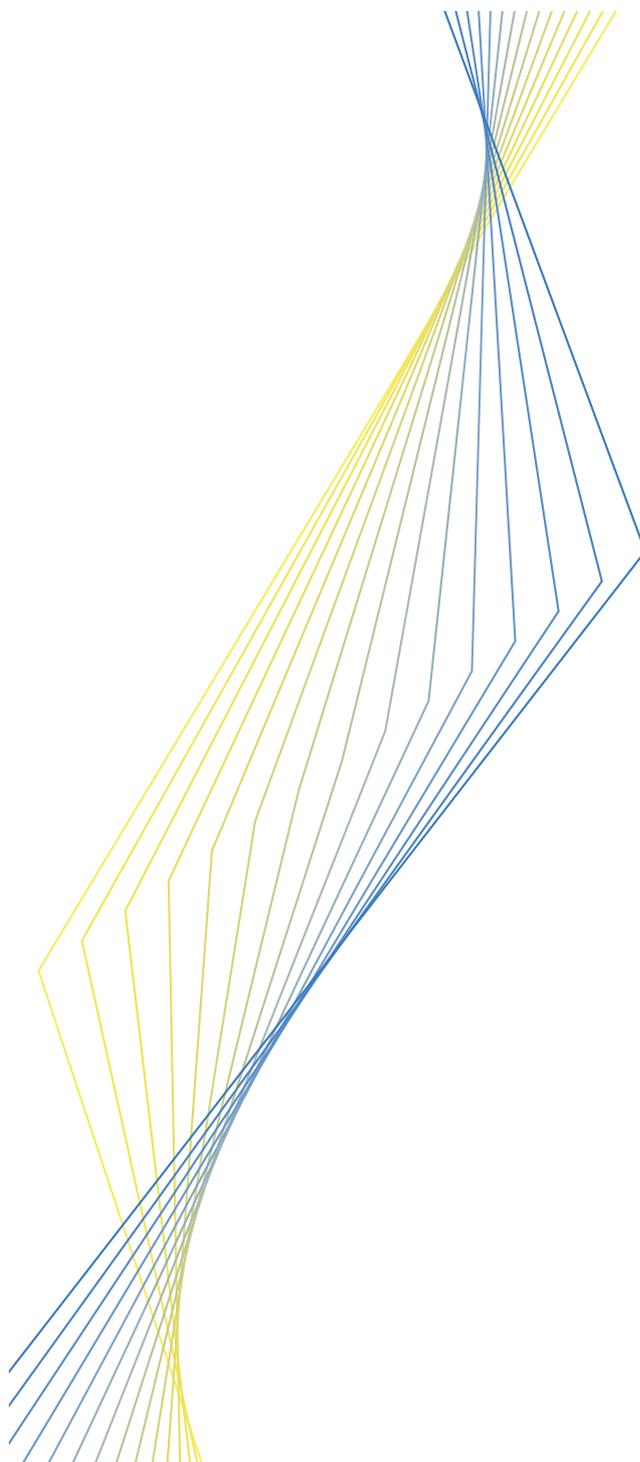
ECB EZB EKT BCE EKP

**BOLLETTINO  
MENSILE**

Luglio 1999



**BANCA CENTRALE EUROPEA**



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

Luglio 1999

© **Banca Centrale Europea, 1999**

<b>Indirizzo</b>	<b>Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main Germany</b>
<b>Indirizzo postale</b>	<b>Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main Germany</b>
<b>Telefono</b>	<b>+49 69 1344 0</b>
<b>Internet</b>	<b><a href="http://www.ecb.int">http://www.ecb.int</a></b>
<b>Fax</b>	<b>+49 69 1344 6000</b>
<b>Telex</b>	<b>411 144 ecb d</b>

*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 1° luglio 1999.*

ISSN 1561-0276

*Stampato nel mese di luglio 1999 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma.*

# Indice

Editoriale	5
Evoluzione economica nell'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	9
Andamento dei prezzi	19
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	21
Andamenti del tasso di cambio e della bilancia dei pagamenti	26
Andamento di lungo periodo e variazioni cicliche dei principali indicatori economici nei paesi dell'area dell'euro	33
L'assetto istituzionale del Sistema europeo di banche centrali	55
Statistiche dell'area dell'euro	1*
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	47*
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)	51*

## Siglarlo

### Paesi

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

### Altre

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

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

I nuovi dati divenuti disponibili successivamente all'edizione di giugno del Bollettino mensile della BCE indicano una stabilizzazione della crescita complessiva del prodotto agli inizi del 1999 e una ripresa economica per la seconda metà dell'anno, che dovrebbe proseguire nel 2000. In risposta a questi nuovi dati, gli operatori dei mercati finanziari sembrano aver modificato le loro aspettative in favore di un più rapido ritmo della crescita economica nell'area dell'euro. Tali informazioni, così come i recenti andamenti degli aggregati monetari e creditizi, segnalano che i rischi di future pressioni al ribasso sui prezzi si sono ulteriormente attenuati rispetto al mese scorso. Pertanto, tutte le evidenze disponibili inducono a ritenere che l'evoluzione dei prezzi, sia a breve che a medio termine, continuerà ad essere compatibile con la definizione di stabilità adottata dall'Eurosistema: gli incrementi dei prezzi, misurati dalle variazioni dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'insieme dell'area, permarranno al di sotto del 2 per cento. In tale contesto, e coerentemente con la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, nelle riunioni del 17 giugno e del 1° luglio 1999 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse sugli strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato mantenuto al 2,5 per cento, mentre i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi overnight presso la banca centrale sono rimasti al 3,5 e all'1,5 per cento, rispettivamente.

Per quanto concerne gli andamenti monetari, la media mobile a tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salita al 5,2 per cento nel periodo marzo-maggio 1999, dal 5,1 per cento osservato nel periodo febbraio-aprile. Pertanto, la crescita di M3 è rimasta al di sopra del valore di riferimento del 4½ per cento fissato dal Consiglio direttivo. Il ritmo di incremento sui dodici mesi di tale aggregato monetario ampio si è innalzato in maggio al 5,3 per cento, con un incremento di 0,3 punti percentuali rispetto ad aprile. La ripresa della crescita di M3 è stata stimolata principalmente da una più elevata domanda di depositi in conto corrente.

Il credito ai residenti nell'area dell'euro ha continuato a espandersi a ritmo sostenuto, facendo registrare in maggio un tasso di crescita sui dodici mesi del 7,9 per cento, a fronte del 7,3 per cento di aprile. L'accelerazione ha avuto luogo su una base relativamente ampia, poiché essa si è manifestata tanto per i prestiti quanto per i finanziamenti titolarizzati e ha interessato il credito concesso sia al settore privato sia alle amministrazioni pubbliche. Il tasso di espansione dei prestiti alle famiglie e alle imprese, attestatosi intorno al 10 per cento, sembra suggerire che i consumatori e gli investitori traggono attualmente vantaggio dal basso livello dei tassi d'interesse nell'area dell'euro. Congiuntamente al profilo di crescita di M3, ciò segnala che il settore privato non è soggetto a vincoli di liquidità per quanto concerne il finanziamento della propria spesa. Sebbene questa situazione non sia al momento ritenuta indicativa di pressioni inflazionistiche, una riconsiderazione di tale giudizio potrebbe divenire appropriata quando l'attività economica nell'area dell'euro inizierà ad accelerare.

Passando all'analisi degli indicatori dei mercati finanziari, i tassi d'interesse a lungo termine sugli strumenti denominati in euro sono stati influenzati dal marcato aumento dei rendimenti obbligazionari statunitensi negli ultimi mesi. Nella seconda metà di giugno i fattori interni hanno probabilmente rivestito un ruolo più importante nell'evoluzione dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro rispetto ai mesi precedenti. In particolare, è parso che gli operatori si attendessero un incremento del ritmo di attività economica nell'area in corso d'anno, accompagnato da una modesta ripresa dell'inflazione rispetto ai livelli contenuti registrati nei mesi passati.

Il tasso di cambio dell'euro non ha mostrato in giugno una chiara linea di tendenza. Alcune incertezze riguardanti l'evoluzione della politica monetaria del Federal Reserve System degli Stati Uniti, prima della decisione presa il 30 giugno di innalzare l'obiettivo per il tasso sui federal funds di 25 punti base, hanno contribuito nel corso del mese alla variabilità del tasso di cambio euro-dollaro. Il deprezzamento medio del tasso di cambio effettivo nominale nel secondo trimestre del 1999 è stato approssimativamente

del 3½ per cento rispetto al primo trimestre dell'anno. Tuttavia, ci si attende che l'impatto sull'inflazione al consumo nell'area dell'euro attraverso la domanda estera netta e i prezzi all'importazione sia contenuto, alla luce della limitata incidenza del commercio estero sull'economia dell'area dell'euro. Inoltre, tali effetti sarebbero annullati qualora il tasso di cambio dell'euro dovesse beneficiare di un rafforzamento delle aspettative di un più sostenuto ritmo di crescita nel contesto di stabilità dei prezzi prevalente nell'area dell'euro.

Le prospettive riguardanti il contesto esterno all'area dell'euro sono ulteriormente migliorate nel mese di giugno, consolidando le attese di un vigoroso e duraturo rilancio dell'economia mondiale. Negli Stati Uniti tutte le informazioni disponibili suggeriscono che la crescita economica continuerà ad essere robusta; allo stesso tempo è proseguito il processo di ripresa dell'attività economica e del clima di fiducia nell'Asia orientale e in America latina, pur se in misura minore in quest'ultimo caso. Le prospettive economiche in Giappone rimangono tuttavia incerte, poiché i dati positivi riguardanti la crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre del 1999 contrastano con informazioni meno favorevoli relative ad altri indicatori.

Per quanto attiene all'attività economica nell'area dell'euro, Eurostat ha diffuso le prime stime di crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre del 1999, nonché dati rivisti per il 1998. Tali informazioni dovrebbero essere interpretate con cautela, in quanto le cifre aggregate per l'area dell'euro comprendono sia dati elaborati, per alcuni paesi, in base alla nuova metodologia del Sistema europeo di conti economici integrati (SEC 95), sia statistiche, concernenti altri paesi, basate sul vecchio sistema; in alcuni casi, inoltre, si è fatto ricorso a dati stimati. Nondimeno, è possibile trarre da queste informazioni due conclusioni di carattere generale. In primo luogo, mentre le precedenti statistiche avevano indicato un rallentamento piuttosto marcato del PIL in termini reali nell'ultimo trimestre del 1998, dai dati rivisti emerge un andamento decrescente distribuito in modo più uniforme nell'insieme dell'anno. In secondo luogo, l'indebolimento della crescita del prodot-

to ha segnato una battuta d'arresto nel primo trimestre 1999. Questo quadro trova riscontro nei dati sulla produzione industriale per il mese di aprile. Sebbene non si siano finora manifestati chiari segni di ripresa nel settore industriale, il livello della produzione nel comparto (escluse le costruzioni) sembra essersi stabilizzato nei primi mesi di quest'anno. Indicazioni positive riguardanti l'attività economica nell'area dell'euro provengono inoltre dalle recenti indagini sul clima di fiducia delle imprese e dei consumatori effettuate in numerosi paesi dell'area dell'euro. Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è diminuito solo in lieve misura nei primi mesi del 1999. Tale evoluzione è sostanzialmente in linea con le previsioni elaborate di recente da alcune istituzioni internazionali (analizzate nell'edizione di giugno del Bollettino), che si attendono una ripresa nel corso dell'anno. Gli elementi di incertezza connessi a tali prospettive di crescita economica si sono apparentemente riequilibrati, in quanto le probabilità di ulteriori pressioni al ribasso sull'attività economica sembrano ora minori che nei mesi passati.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC nell'area dell'euro è sceso in maggio all'1,0 per cento, rispetto all'1,1 per cento di aprile, nonostante il pronunciato rialzo dei prezzi petroliferi, che persiste dal mese di marzo. Di fatto, in maggio l'incremento nel tasso di variazione delle componenti energetiche dello IAPC è stato più che compensato da un ulteriore rallentamento nel ritmo di crescita dei prezzi per la maggior parte delle altre componenti dell'indice, segnatamente beni alimentari e servizi. Nel corso degli ultimi mesi gli incrementi dei prezzi dei servizi sono diminuiti regolarmente. In questo settore i prezzi sembrano aver risentito della maggiore concorrenza, in particolare nel segmento delle telecomunicazioni. Hanno contribuito a un più modesto tasso di variazione dei prezzi su base annua anche i cambiamenti nella tassazione indiretta. Di conseguenza, anche il tasso di aumento sui dodici mesi dello IAPC depurato delle componenti più variabili, rappresentate dai beni alimentari stagionali e dall'energia, è sceso in maggio dall'1,0 allo 0,9 per cento.

Tenendo conto di tutte le informazioni relative ai recenti andamenti delle grandezze monetarie,

dei mercati finanziari e delle altre variabili economiche, le prospettive per il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro rimangono favorevoli. Alla luce dell'evoluzione degli aggregati monetari e creditizi e delle indicazioni di un esaurirsi del rallentamento della crescita economica agli inizi del 1999, i rischi di pressioni al ribasso sui prezzi sembrano essersi attenuati. Nel breve termine, una moderata pressione al rialzo sugli incrementi dello IAPC appare ancora altamente probabile, in quanto i passati aumenti dei prezzi petroliferi e l'indebolimento del tasso di cambio dell'euro non si sono ancora completamente trasferiti sui prezzi. Le spinte inflazionistiche, tuttavia, potrebbero essere mitigate dall'intensificarsi della concorrenza sui mercati dei beni e dei servizi nell'area dell'euro, in quanto è possibile

che tale fattore continui, per un certo periodo, a esercitare una pressione al ribasso sulla dinamica dei prezzi. Nondimeno, nel prossimo futuro qualsiasi segno di pressioni al rialzo sul livello dei prezzi dovrà essere oggetto di attenta osservazione.

La presente edizione del Bollettino mensile contiene un articolo, intitolato *Andamento di lungo periodo e variazioni cicliche dei principali indicatori economici nei paesi dell'area dell'euro*, che analizza le divergenze e le similitudini degli andamenti economici precedenti all'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria nei paesi che attualmente compongono l'area dell'euro. Un secondo articolo delinea un quadro generale dell'assetto istituzionale del Sistema europeo di banche centrali.



# Evoluzione economica nell'area dell'euro

## I Gli andamenti monetari e finanziari

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

Nelle riunioni tenute il 17 giugno e il 1° luglio 1999, il Consiglio direttivo della BCE ha esaminato le prospettive dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro. Come illustrato nell'Editoriale, tali prospettive sono state giudicate tuttora in linea con l'obiettivo primario dell'Eurosistema di garantire la stabilità dei prezzi; pertanto, il Consiglio direttivo ha ritenuto che non vi fossero motivi per modificare i vigenti tassi di interesse della BCE. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è stato quindi mantenuto al 2,5 per cento; quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sulle operazioni di deposito presso la banca centrale al 3,5 e all'1,5 per cento, rispettivamente (cfr. figura 1).

### Aumenta in maggio la crescita di M3

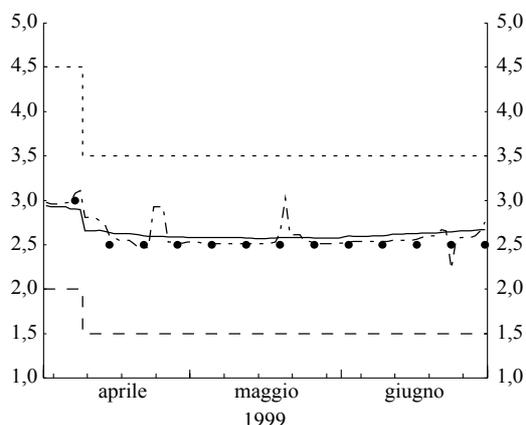
In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 5,3 per cento, dal 5,0 di aprile (dato, quest'ultimo, rivisto rispetto all'originario 4,9). La media mobile trimestrale dei tassi di crescita di

**Figura 1**

### Tassi di interesse della BCE e tassi di mercato monetario

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

- tasso di rifinanziamento marginale
- - - tasso sui depositi
- tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali
- tasso di interesse a tre mesi (EURIBOR)
- - - tasso di interesse overnight (EONIA)

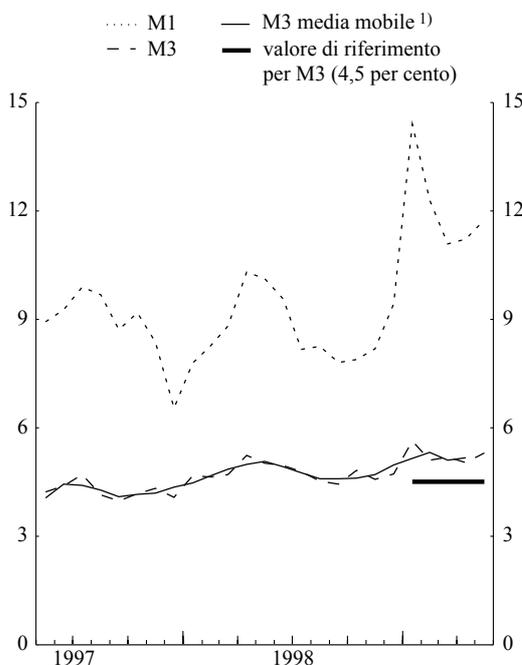


Fonte: BCE.

**Figura 2**

### Aggregati monetari nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Media mobile centrata di tre mesi.

M3 sui dodici mesi per il periodo da marzo a maggio 1999 è salita leggermente, al 5,2 per cento, dal 5,1 del periodo febbraio-aprile (dato anch'esso rivisto rispetto alla stima iniziale del 5,0). La crescita di M3 è rimasta, pertanto, al di sopra del valore di riferimento del 4,5 per cento fissato dal Consiglio direttivo (cfr. figura 2).

Alla fine del giugno di quest'anno la BCE ha per la prima volta pubblicato informazioni sulle variazioni mensili destagionalizzate sia di M3 sia delle sue principali componenti: la somma del circolante e dei depositi in conto corrente (pari all'aggregato monetario ristretto M1); la somma degli altri depositi a breve termine (corrispondente alla differenza tra gli aggregati M2 e M1) e quella degli strumenti negoziabili inclusi in M3 (corrispondente alla differenza tra gli aggregati M3 e M2). I dati rilevanti sono riportati nella Tavola 2.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

In maggio, sulla base dei dati non destagionalizzati, l'aggregato monetario M3 è aumentato di 36 miliardi di euro. Circa un terzo di questa variazione

è dovuta a effetti stagionali. Sulla base di dati destagionalizzati, M3 è cresciuta di 25 miliardi di euro rispetto al mese precedente, pari a circa lo 0,5 per cento (cfr. tavola 1). Tale andamento è dovuto a un incremento significativo delle componenti di M1 (pari a 16 miliardi di euro), ai quali si sono aggiunti incrementi più contenuti degli altri depositi a breve termine (4 miliardi di euro) e degli strumenti negoziabili (5 miliardi di euro).

L'aumento registrato in maggio dal tasso di crescita di M3 sui dodici mesi è dovuto principalmente al maggiore tasso di crescita dei depositi in conto corrente, ma ha rispecchiato anche gli incrementi dei tassi di variazione sia delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli del mercato monetario, sia delle obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi in conto corrente, che rappresentano circa un terzo di M3, è passato dal 13,5 per cento di aprile al 14,2 di maggio. Allo stesso tempo, il tasso di crescita del circolante si è ridotto all'1,6 per cento, dall'1,9 di aprile. Dato il più elevato tasso di crescita dei depositi in conto corrente, il tasso di incremento dell'aggregato monetario ristretto M1 è salito in maggio all'11,7 per cento, dall'11,2 registrato il mese precedente.

Il totale dei depositi a breve termine al netto di quelli in conto corrente costituisce quasi la metà di M3. Nel complesso, il tasso di crescita sui dodici mesi di tale componente si è ridotto dal 2,1 per cento di aprile all'1,7 di maggio, confermando la dinamica moderata in atto negli ultimi due anni. Tale decelerazione, di modesta entità, si è

concentrata nei depositi con durata originaria fino a un anno. Come è accaduto in aprile, la minore domanda di questi strumenti finanziari può aver rispecchiato una sostituzione in favore dei depositi in conto corrente nei portafogli degli investitori in seguito al restringersi del differenziale tra i tassi di interesse applicati dalle banche a questi due tipi di deposito.

Questi effetti di sostituzione non si sono invece riscontrati sui depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, che hanno continuato a crescere in maggio a un ritmo costante del 5,7 per cento. Ciò può riflettere il fatto che questo strumento finanziario presenta caratteristiche che sono più simili a quelle dei depositi in conto corrente che non agli altri depositi a breve termine. Tale strumento si è anche giovato della riduzione del costo opportunità verificatasi negli ultimi mesi, per effetto di una diminuzione dei tassi di interesse su questo tipo di depositi significativamente inferiore a quella dei tassi sui depositi con durata originaria fino a due anni. Riflettendo questi andamenti contrastanti del circolante, dei depositi in conto corrente e degli altri depositi a breve termine la crescita a dodici mesi dell'aggregato monetario M2 si è stabilizzata al 6,1 per cento.

In maggio si è interrotto l'andamento negativo dei titoli negoziabili compresi in M3. Il tasso di variazione sui dodici mesi di questi strumenti finanziari è salito allo 0,4 per cento, dal -1,1 registrato il mese precedente. Tale ripresa è da attribuire al più elevato tasso annuo di variazione sia delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli del mercato monetario (14,7 per cento

## Tavola 1

### M3 e principali componenti

(variazioni mensili destagionalizzate)

	marzo 1999		aprile 1999		maggio 1999		media marzo-maggio 1999	
	miliardi di euro	variaz. perc.	miliardi di euro	variaz. perc.	miliardi di euro	variaz. perc.	miliardi di euro	variaz. perc.
<b>M3</b>	33,4	0,7	11,0	0,2	24,8	0,5	23,1	0,5
Circolante + depositi in conto corrente (= M1)	8,8	0,5	17,6	1,0	15,7	0,9	14,0	0,8
Altri depositi a breve termine (= M2 - M1)	27,9	1,3	-15,0	-0,7	3,8	0,2	5,6	0,3
Altri strumenti negoziabili (= M3 - M2)	-3,3	-0,6	8,5	1,4	5,4	0,9	3,5	0,6

Fonte: BCE.

Nota: a causa di arrotondamenti, la variazione totale di M3 (in miliardi di euro) può non coincidere con la somma di quelle delle sue componenti.

rispetto al 12,6 di aprile), sia delle obbligazioni con scadenza fino a due anni (passato dal -20,5 al -15,9). Al contrario, in maggio i pronti contro termine hanno registrato una contrazione del 14,6 per cento sui dodici mesi, rispetto alla diminuzione del 14,3 per cento registrata in aprile.

### **Più sostenuta in maggio la crescita del credito**

Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito totale concesso ai residenti nell'area dell'euro è salito in maggio al 7,9 per cento, dal 7,3 di aprile.

A questo incremento hanno contribuito tutte le forme di credito concesse dal settore delle IFM, sia i prestiti sia i finanziamenti mediante acquisto di obbligazioni e azioni e tanto quelli al settore privato quanto quelli alle Amministrazioni pubbliche. Il tasso di crescita sui dodici mesi del credito al settore privato ha raggiunto in maggio il 10,5 per cento, dal 10,0 del mese precedente. Tra le componenti del credito al settore privato, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti (che rappresentano circa il 90 per cento del totale) è salito dal 9,7 al 10,0 per cento. La rapida espansione dei prestiti alle famiglie e alle imprese può

## **Riquadro I**

### **Composizione per valuta di alcune attività e passività delle IFM dell'area dell'euro**

L'Eurosistema rileva trimestralmente dati dettagliati sulla composizione per valuta di alcune attività e passività delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro. I primi dati disponibili per queste serie, relativi a dicembre 1998 e a marzo 1999, sono riportati nella Tavola 2.6 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino.

I dati mostrano che le posizioni delle IFM nei confronti di residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (cfr. la voce 1(a) della tavola seguente) sono denominate quasi esclusivamente in euro (incluse le sue denominazioni nazionali). La quota dei depositi denominati in euro detenuti dai residenti nell'area diversi dalle IFM era pari al 97,0 per cento. La quota denominata in euro era simile anche per i prestiti concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e per i titoli diversi da azioni detenuti dalle IFM. Tra le altre valute, erano denominati in dollari statunitensi l'1,8 per cento dei depositi, l'1,6 per cento dei prestiti e l'1,3 per cento dei titoli diversi dalle azioni. Le posizioni denominate in altre valute si collocavano al di sotto dell'1 per cento.

Le valute estere, e in particolare il dollaro, assumono un'importanza maggiore nella denominazione delle attività e passività delle IFM nei confronti di operatori non bancari non residenti nell'area dell'euro (cfr. la voce 2(a) della tavola). Nel marzo scorso erano denominati in euro il 42,0 per cento dei depositi detenuti da operatori non bancari non residenti nell'area dell'euro, mentre la quota in dollari era pari al 35,7 per cento. Circa il 9 per cento dei depositi detenuti da non residenti era denominato nelle valute dei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. La quota dello yen giapponese era pari al 6,9 per cento. Dei prestiti in essere concessi a operatori non bancari non residenti nell'area dell'euro erano denominati in dollari e in euro rispettivamente il 48,9 e il 35,9 per cento. La quota dei prestiti concessi a non residenti nell'area dell'euro denominati in valute di paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro era pari al 7,9 per cento. Il dato corrispondente per il franco svizzero era il 3,8 per cento, circa il doppio di quello dello yen giapponese. Infine, nello scorso marzo il 63,3 per cento dei titoli detenuti dalle IFM ed emessi da operatori non bancari non residenti nell'area dell'euro era denominato in dollari, mentre solo il 13,0 per cento era denominato in euro. Per questi stessi titoli, la quota denominata in valute di paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro rappresentava l'8,5 per cento, mentre quella dello yen era pari al 7,7 per cento.

Un quadro analogo emerge per le posizioni delle IFM dell'area dell'euro nei confronti delle altre IFM dell'area (cfr. la voce 1(b) della tavola) e delle banche non residenti (voce 2(b) della tavola). Una percentuale molto elevata delle posizioni all'interno dell'area è denominata in euro, mentre anche altre valute svolgono un ruolo importante nel caso delle posizioni verso banche non residenti.

Per le consistenze in essere delle obbligazioni e dei titoli di mercato monetario emessi da IFM dell'area non si dispone di una disaggregazione tra gli ammontari detenuti da residenti e non residenti (cfr. la voce 3 nella tavola). Per questi strumenti finanziari, la quota denominata in euro era pari al 90,8 per cento, quella in dollari al 5,9 per cento e quelle in yen giapponesi e in franchi svizzeri entrambe all'1,2.

La Tavola 2.6 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino mostra la disaggregazione per valuta anche per il dicembre 1998. Tuttavia, qualunque confronto tra le consistenze di dicembre e quelle di marzo va interpretato con grande cautela dal momento che le differenze possono riflettere, in particolare, gli effetti di variazioni dei tassi di cambio e di altre variazioni che non scaturiscono da transazioni.

### Composizione per valuta di alcune attività e passività delle IFM dell'area dell'euro

(in percentuale del totale; marzo 1999)

	Euro <sup>1)</sup>	Altre valute UE	Altre valute	USD	JPY	CHF	Altre
<b>1. Posizioni delle IFM nei confronti di residenti nell'area dell'euro</b>							
<b>(a) Non IFM</b>							
Depositi di residenti nell'area dell'euro	97,0	0,5	2,6	1,8	0,3	0,3	0,2
Prestiti a residenti nell'area dell'euro	96,6	0,5	2,9	1,6	0,3	0,9	0,1
Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro	97,0	0,7	2,3	1,3	0,8	0,2	0,1
<b>(b) IFM</b>							
Depositi di IFM dell'area dell'euro	87,8	1,3	10,9	7,7	0,8	1,4	1,0
Titoli diversi da azioni emessi da IFM dell'area dell'euro	95,7	0,8	3,4	2,5	0,5	0,2	0,3
<b>2. Posizioni delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro</b>							
<b>(a) Operatori non bancari</b>							
Depositi detenuti da non residenti	42,0	9,0	49,0	35,7	6,9	3,0	3,4
Prestiti a favore di non residenti	35,9	7,9	56,2	48,9	2,0	3,8	1,4
Titoli diversi da azioni emessi da non residenti	13,0	8,5	78,6	63,3	7,7	1,1	6,5
<b>(b) Banche <sup>2)</sup></b>							
Depositi detenuti da banche non residenti	43,1	10,5	46,3	36,0	3,7	4,2	2,4
Prestiti a favore di banche non residenti	44,2	8,9	46,8	33,7	6,2	2,7	4,2
Titoli, diversi da azioni, emessi da banche non residenti	23,4	18,8	57,7	40,8	6,2	1,1	9,7
<b>3. Posizioni delle IFM non settorizzate</b>							
Obbligazioni e titoli del mercato monetario emessi da IFM	90,8	1,1	8,0	5,0	1,2	1,2	0,6

1) *Incluse le voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.*

2) *Il termine "banche" comprende le IFM residenti nei paesi dell'Area Economica Europea non partecipanti all'area dell'euro e le "società depositarie" (come definite dal Sistema dei Conti Nazionali delle Nazioni Unite del 1993 (SNA 93)) residenti nel resto del mondo.*

ricondersi principalmente al basso livello dei tassi attivi praticati dalle banche nell'area dell'euro, che si sono ulteriormente ridotti in maggio adeguandosi con ritardo alla riduzione dei tassi di interesse della BCE annunciata l'8 aprile scorso. Per contro, il tasso di crescita del credito concesso alle Amministrazioni pubbliche si è mantenuto molto basso, all'1,2 per cento, contro lo 0,4 di aprile.

In maggio la posizione netta del settore delle IFM nei confronti dell'estero si è ulteriormente ridotta di 41 miliardi di euro. Rispetto a un anno fa, le attività nette delle IFM sull'estero sono diminuite di circa 203 miliardi di euro; tale variazione corrisponde in parte alla forte crescita del credito nell'area dell'euro e riflette principalmente il deflusso netto di capitali generato dal settore dei

residenti diversi dalle IFM nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro.

Dal lato del passivo del bilancio consolidato delle IFM, le passività finanziarie a più lungo termine hanno registrato in maggio un tasso di crescita sui dodici mesi del 5,0 per cento, più elevato di quanto non fosse alla fine del 1998 e agli inizi del 1999, sebbene leggermente inferiore al 5,2 per cento di aprile. La crescita delle obbligazioni con scadenza oltre i due anni si è stabilizzata a un livello elevato (8,1 per cento in maggio). Al contrario la crescita dei depositi a più lungo termine ha continuato a essere modesta; in una certa misura ciò può essere dovuto al fatto che, mentre i tassi di interesse bancari sui depositi a più lungo termine si sono ridotti ulteriormente nei mesi recenti, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono cresciuti.

## Riquadro 2

### Operazioni di politica monetaria e condizioni di liquidità nel quinto periodo di mantenimento

#### Importi aggiudicati nelle operazioni di politica monetaria

Durante il quinto periodo di mantenimento delle riserve, compreso fra il 24 maggio e il 23 giugno 1999, l'Eurosistema ha condotto cinque operazioni di rifinanziamento principali e un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine. Tutte le operazioni di rifinanziamento principali sono state effettuate tramite aste a un tasso fisso del 2,5 per cento, con importi aggiudicati compresi fra i 96 e i 39 miliardi di euro. Gli importi richiesti dalle controparti, diminuiti lievemente fra la prima e la seconda operazione di rifinanziamento principale (da 784,4 a 698,4 miliardi di euro), sono risaliti progressivamente nelle successive tre operazioni, fino a 1.165,5 miliardi, soprattutto in seguito all'ampliamento del differenziale fra il tasso overnight e il tasso d'asta. L'importo medio delle richieste è stato pari a 895,5 miliardi di euro, significativamente superiore a quello del quarto periodo di mantenimento (689,5 miliardi). Il numero delle controparti ha mostrato un andamento simile a quello delle richieste, ed è stato in media pari a 759 unità. L'aumento degli importi richiesti si è riflesso anche sulle percentuali di riparto: nel quarto periodo di mantenimento, le riserve avevano oscillato tra il 12 e il 6 per cento, in corrispondenza della diversa dimensione delle due operazioni d'asta in essere, mentre nel quinto periodo sono variate tra il 9,5 e il 4,2 per cento.

#### Determinazione della posizione di liquidità del sistema bancario

(miliardi di euro)

Medie giornaliere durante il periodo di mantenimento della riserva compreso tra il 24 maggio e il 23 giugno 1999

	Creazione di liquidità	Distruzione di liquidità	Contributo netto
<b>(a) Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema</b>	<b>177,3</b>	<b>0,6</b>	<b>+ 176,7</b>
Operazioni di rifinanziamento principali	132,0	-	+ 132,0
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	45,0	-	+ 45,0
Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	0,3	0,6	- 0,3
Altre operazioni	0,0	0,0	0,0
<b>(b) Altri fattori che agiscono sulla liquidità del sistema bancario</b>	<b>339,8</b>	<b>414,6</b>	<b>- 74,8</b>
Circolante	-	337,0	- 337,0
Conti delle Amm. pubbliche presso l'Eurosistema	-	40,4	- 40,4
Posizione netta verso l'estero (incluso l'oro)	339,8	-	+ 339,8
Altri fattori (netto)	-	37,2	- 37,2
<b>(c) Conti correnti detenuti dagli istituti di credito presso l'Eurosistema (a) - (b)</b>			<b>101,9</b>
<b>(d) Riserva obbligatoria</b>			<b>101,0</b>

Fonte: BCE.

Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

#### Il ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Rispetto al precedente periodo di mantenimento, il ricorso medio alle operazioni di rifinanziamento marginale è diminuito da una media giornaliera di 0,8 a una di 0,3 miliardi di euro. Il ricorso alle operazioni di deposito presso la banca centrale è aumentato lievemente, da una media giornaliera di 0,4 a una di 0,6 miliardi di euro. Tuttavia, oltre i due terzi delle operazioni di deposito (13,5 miliardi di euro) sono state effettuate nell'ultimo giorno del periodo, in coincidenza con il regolamento di un'operazione di rifinanziamento principale. Nel decidere sul riparto si è tenuto conto che l'impatto dell'operazione sulla liquidità sarebbe avvenuto principalmente non nel quinto, bensì nel sesto periodo di mantenimento, per il quale ci si attendeva un assorbimento di fondi dovuto a variazioni dei fattori autonomi. La BCE, inoltre, ha tenuto conto del livello elevato raggiunto dai tassi di interesse overnight prima della fine del quinto periodo di mantenimento delle riserve.

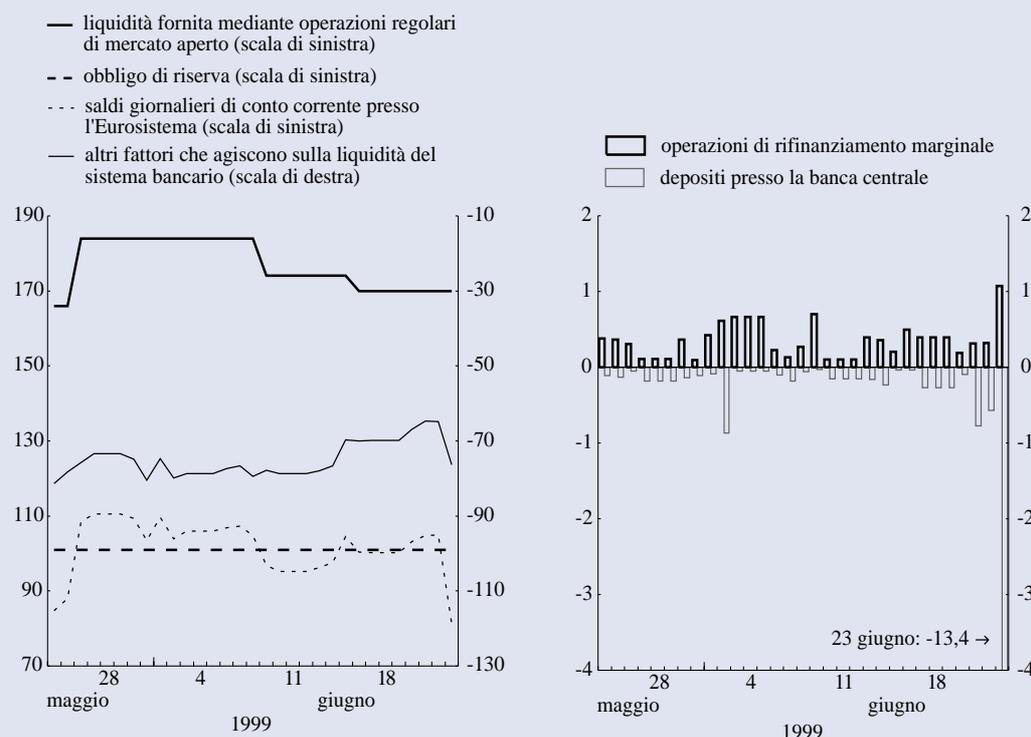
#### Determinanti della posizione di liquidità diverse dalle operazioni di politica monetaria

L'impatto netto dei fattori autonomi (voce (b) della tavola) ha comportato un assorbimento di liquidità, in media, di 74,8 miliardi di euro, 9 miliardi in più rispetto al precedente periodo di mantenimento. Questo notevole aumento è riconducibile principalmente all'aumento di 4 miliardi dei depositi delle Amministrazioni

pubbliche presso l'Eurosistema e all'espansione di 3,2 miliardi del circolante. La somma dei fattori autonomi ha oscillato fra 64,4 e 81,3 miliardi di euro. I depositi delle Amministrazioni pubbliche sono state la fonte principale di queste fluttuazioni (cfr. riquadro 3).

### Fattori che hanno concorso a determinare la posizione di liquidità del sistema bancario durante il quinto periodo di mantenimento delle riserve

(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

### I saldi detenuti dalle controparti sui conti di riserva

L'ammontare delle riserve detenute dalle controparti presso l'Eurosistema corrisponde alla differenza fra la liquidità offerta attraverso le operazioni di politica monetaria (compreso l'effetto netto del ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti) e l'effetto netto dei fattori autonomi. Durante il quinto periodo di mantenimento, le riserve detenute sono state pari in media a 101,9 miliardi di euro, a fronte di un obbligo di riserva di 101 miliardi. Rispetto al quarto periodo di mantenimento, la differenza fra tali variabili è scesa lievemente, da 1 a 0,9 miliardi. Tale diminuzione è riconducibile al calo ulteriore (da 0,3 a 0,2 miliardi) delle riserve detenute da controparti non soggette all'obbligo di riserva, mentre le riserve in eccesso detenute da controparti soggette all'obbligo sembra essersi stabilizzato, attestandosi per il terzo periodo di mantenimento consecutivo a circa 0,7 miliardi di euro.

### Aumentano in giugno i tassi di interesse del mercato monetario

Durante il mese di giugno i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze. Il tasso overnight, espresso dall'EONIA (Euro overnight index average) è salito gradualmente dal 2,52 per cento al 2,6 per cento nel corso del quinto periodo di mantenimento delle riserve (compreso tra il 24 maggio e il 23 giugno

1999). L'aumento dell'EONIA si è verificato nonostante che fosse disponibile un'ampia liquidità per il sistema bancario nel suo complesso (cfr. riquadro 2). Solo l'ultimo giorno del periodo di mantenimento il tasso EONIA è sceso al 2,23 per cento, riflettendo il fatto che la liquidità del sistema bancario era maggiore di quella necessaria per assolvere agli obblighi di riserva dell'Eurosistema. Nei primi giorni del nuovo periodo di mantenimento, il tasso overnight si è collocato attorno al 2,6 per

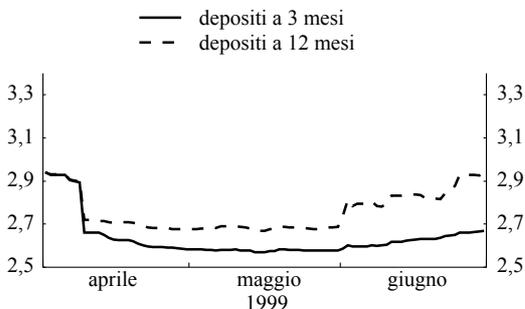
cento, con un temporaneo rialzo il 30 giugno (al 2,76 per cento), che ha probabilmente riflesso il desiderio degli operatori dei mercati finanziari di adeguare i propri bilanci di fine semestre.

La curva dei rendimenti del mercato monetario mostra, per le scadenze superiori a quella overnight, un incremento di sette punti base del tasso EURIBOR a un mese (salito alla fine di giugno al 2,64 per cento), di nove punti base di quello a tre mesi (al 2,67 per cento) e di venticinque punti base (al 2,94 per cento) di quello a dodici mesi. Si è di conseguenza ampliato il differenziale tra il tasso EURIBOR a dodici mesi e quello a tre mesi, da undici punti base alla fine di maggio a ventisette punti base alla fine di giugno (cfr. figura 3).

**Figura 3**

**Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro**

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



Fonte: BCE.

Nota: EURIBOR a 3 e a 12 mesi.

**Riquadro 3**

**Attività di tesoreria che influiscono sulla liquidità dell'area dell'euro**

In alcuni paesi dell'area i depositi detenuti dal Tesoro presso la banca centrale sono di importo elevato e rappresentano la voce più variabile dei fattori autonomi, cioè delle variazioni del bilancio delle banche centrali che non dipendono dalle decisioni di politica monetaria. Dall'inizio della Terza fase dell'UEM, le variazioni giornaliere dei conti delle Amministrazioni pubbliche hanno registrato una deviazione standard di 5.507 milioni di euro, a fronte di una deviazione standard di 963 milioni per il circolante e di 506 milioni per la posizione netta verso l'estero.

I conti di tesoreria risentono di tutte le operazioni condotte dal Tesoro, fra cui l'emissione di debito, le operazioni di rimborso e pagamento di cedole, la raccolta di imposte e contributi previdenziali, l'acquisto di beni e servizi e il pagamento di salari, pensioni e altri trasferimenti previdenziali. Normalmente, tali operazioni si svolgono secondo un calendario prestabilito, che determina l'andamento dei flussi di entrata e di uscita del conto. Tuttavia, tali flussi influiscono sulla liquidità solo se il Tesoro detiene tutti o la maggior parte dei propri conti presso la banca centrale. La scelta fra detenere i conti presso la banca centrale o presso una banca commerciale dipende sostanzialmente da due fattori: la normativa, che può talvolta assumere la forma di una legge o di un accordo con la banca centrale, e il pagamento di interessi sui depositi detenuti presso la banca centrale. I conti di tesoreria hanno un impatto limitato sulla liquidità nei paesi dove esistono limiti all'importo che il Tesoro può detenere presso la banca centrale oppure i conti (almeno oltre una certa soglia, relativamente bassa) sono remunerati a un tasso nullo o inferiore a quello di mercato, di modo che il Tesoro ha un incentivo a collocare i propri fondi sul mercato a fine giornata.

**Effetti di liquidità derivanti dai depositi dell'Amministrazione centrale**

(milioni di euro)



Nota: le linee verticali indicano il giorno 23 di ciascun mese, cioè l'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria. I valori indicati nella figura rappresentano, per ciascun periodo di mantenimento delle riserve, la media dei dati giornalieri dei depositi aggregati dell'Amministrazione centrale.

I paesi dell'area dell'euro possono essere divisi in tre gruppi, a seconda della volatilità e dell'entità degli effetti delle attività del Tesoro sulla liquidità. Al primo gruppo, dove la volatilità è trascurabile, appartengono Belgio, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria e Finlandia. In tali paesi i saldi overnight dei conti presso la banca centrale sono bassi o prossimi a zero e quindi i conti non influiscono sulla liquidità. Il secondo gruppo (Irlanda e Portogallo) è caratterizzato da una certa volatilità, che comunque rimane di dimensione modesta. Il terzo gruppo comprende la Spagna, l'Italia e, in misura minore, la Francia, ed è caratterizzato da un considerevole effetto delle attività del Tesoro sulla liquidità. Le principali fonti di informazioni sulle attività di tesoreria sono reperibili sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int>).

La figura mostra, dall'inizio dell'Unione monetaria, l'evoluzione dei depositi aggregati detenuti dalle Amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema, ossia la voce 4.1 dal lato del passivo del bilancio settimanale consolidato dell'Eurosistema. Va notato che nel bilancio dell'Eurosistema la posizione attiva nei confronti delle Amministrazioni pubbliche si mantiene abbastanza regolarmente intorno ai 60 miliardi di euro e può essere pertanto trascurata in questo contesto. La variazione più importante che influisce sui depositi di tesoreria nel corso del periodo di mantenimento è determinata dalla riscossione di imposte da parte del fisco italiano che si verifica il 23 di ogni mese (o il giorno lavorativo immediatamente successivo), e cioè nell'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento, assorbendo liquidità. Gli effetti di tale variazione sui depositi del Tesoro italiano si protrae in genere fino all'inizio del periodo di mantenimento successivo. Nel valutare l'evoluzione dei conti di tesoreria si deve tenere conto del cambiamento istituzionale avvenuto in Francia all'inizio del maggio 1999. Da allora i saldi dei conti detenuti dal Tesoro francese presso la Banca di Francia vengono remunerati, al di sopra di una certa soglia, a un tasso inferiore a quello di mercato, incentivando così il Tesoro francese a depositare i fondi sul mercato. Da maggio, la deviazione standard delle variazioni giornaliere dei conti aggregati delle Amministrazioni pubbliche è scesa a 4.020 milioni di euro.

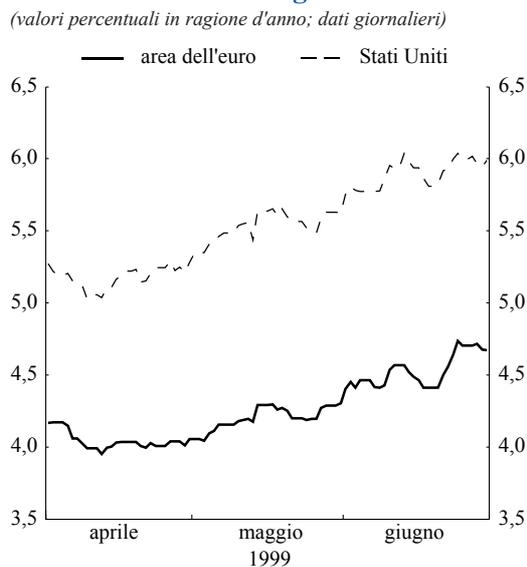
L'incremento dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è riflessa anche sui tassi EURIBOR impliciti nei prezzi dei futures che, per i contratti che scadono verso la fine del 1999 e nell'anno 2000, sono aumentati in misura superiore a quelli con consegna più ravvicinata. Alla fine di giugno i rendimenti a tre mesi impliciti nei contratti futures con scadenza a settembre e dicembre di quest'anno e nel marzo del 2000 erano pari rispettivamente al 2,75, 3,07 e 3,07 per cento, con un incremento, nell'ordine, di tredici, venticinque e venticinque punti base rispetto al mese precedente. Tale andamento dei tassi di interesse a breve termine, correnti e attesi, sembra riflettere una percezione più positiva del mercato circa le prospettive economiche dell'area dell'euro.

I citati sviluppi del mercato monetario si sono riflessi anche sui risultati dell'operazione regolare mensile di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema, regolata il 1° luglio. Come di consueto, questa operazione a più lungo termine ha avuto una durata di tre mesi ed è stata condotta utilizzando la procedura di aggiudicazione a tasso multiplo. Il tasso medio ponderato e quello marginale di aggiudicazione sono stati, rispettivamente, del 2,64 e del 2,63 per cento e, come accaduto per operazioni precedenti, si sono rivelati leggermente inferiori al tasso EURIBOR a tre mesi rilevato nel giorno dell'operazione.

## Ulteriore rialzo dei rendimenti obbligazionari in giugno

Dopo il rialzo registrato in maggio, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati ulteriormente durante il mese di giugno, di quasi quaranta punti base (cfr. figura 4).

**Figura 4**  
Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti



Fonti: BCE, dati nazionali e Reuters.

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

Il 30 giugno 1999 il rendimento medio dei titoli a dieci anni nell'area era di poco inferiore al 4,7 per cento, settanta punti base al di sopra dei livelli osservati alla fine del 1998, ma comunque ancora considerevolmente inferiore a quelli registrati durante la maggior parte degli anni novanta. Come accaduto spesso nel corso del 1999, l'aumento dei rendimenti registrato in giugno ha in parte riflesso il permanere di pressioni al rialzo provenienti dal mercato obbligazionario statunitense. Allo stesso tempo, i rendimenti a lungo termine sembrano essere stati influenzati, in misura maggiore che nei mesi precedenti, dalle aspettative di ripresa dell'attività economica nell'area. Il differenziale di rendimento fra i titoli a lungo termine statunitensi e quelli corrispondenti dell'area dell'euro si è così ridotto nel mese di giugno (scendendo a centoventi punti base il 30 giugno), in contrasto con la tendenza in atto dall'ottobre del 1998.

Per quanto concerne lo scenario internazionale nel quale si inquadrano gli andamenti dei mercati obbligazionari dell'area, dopo i netti rialzi registrati nello scorso maggio i rendimenti dei titoli a lungo termine statunitensi sono stati caratterizzati da un andamento "volatile", con un incremento dei tassi a dieci anni pari a oltre 0,20 punti percentuali (al 5,9 per cento il 30 giugno). Tale volatilità ha riflesso la crescente incertezza circa le potenziali implicazioni sull'andamento dei prezzi futuri e sulle decisioni di politica monetaria del perdurare dei segnali di crescita economica vigorosa e diffusa negli Stati Uniti. La decisione del Consiglio della Federal Reserve di aumentare di 0,25 punti percentuali il tasso obiettivo per i federal funds, eliminando nel contempo la "inclinazione alla restrizione" della propria politica monetaria in seguito alla riunione del Federal Open Market Committee del 30 giugno, è stata inizialmente accolta con una correzione al ribasso dei rendimenti obbligazionari statunitensi. I rendimenti a lungo termine sono aumentati anche in Giappone, di quasi trenta punti base fra la fine di maggio e il 30 giugno, salendo a circa l'1,8 per cento; tale andamento va messo in relazione con la pubblicazione di un dato di crescita eccezionale del PIL nel primo trimestre del 1999.

Oltre agli andamenti sui mercati internazionali, possono aver contribuito alla spinta al rialzo dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro an-

che gli sviluppi interni, che sembrano aver indotto i mercati ad attendersi una ripresa nel ritmo di crescita dell'attività economica nell'area. Sebbene i dati sull'attività economica (in particolare gli incrementi della crescita del PIL e il miglioramento del clima di fiducia delle imprese, a fronte di un deterioramento di quello dei consumatori) continuano a fornire indicazioni contrastanti sulle prospettive dell'economia, gli operatori dei mercati finanziari sembrano attendersi, nel complesso, una ripresa del ritmo di crescita dell'attività economica. Le aspettative del mercato finanziario di un'accelerazione dell'attività economica nell'area potrebbero inoltre aver indotto una lieve revisione al rialzo delle aspettative di inflazione.

Riflettendo gli sviluppi nei mercati obbligazionari dell'area descritti in precedenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti in euro si è accentuata in giugno. Misurata dalla differenza fra i tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi e i rendimenti dei titoli a dieci anni, essa ha raggiunto i due punti percentuali il 30 giugno, quasi 1,3 punti percentuali in più rispetto al livello della fine del 1998 e il livello più alto dalla fine del 1996. L'andamento della curva dei tassi a termine (cfr. figura 5), che prescindendo dai premi al rischio è indicativa delle aspettative del mercato sui futuri tassi di interesse a breve termine, indica che gran parte dell'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti registrato a giugno riflette aumenti di queste aspettative su orizzonti di breve-medio termine. Ciò sembra indicare che gli operatori hanno modificato, sullo stesso orizzonte, le proprie aspettative circa la crescita economica e l'inflazione.

Inoltre, il lieve aumento del rendimento reale a dieci anni offerto dai titoli indicizzati emessi in Francia può indicare che il mercato si attende un'accelerazione dell'attività economica. Allo stesso tempo, anche il tasso di inflazione "di pareggio", misurato dal differenziale di rendimento fra i titoli a reddito fisso e quelli indicizzati a dieci anni emessi in Francia, è aumentato lievemente nel mese di giugno.

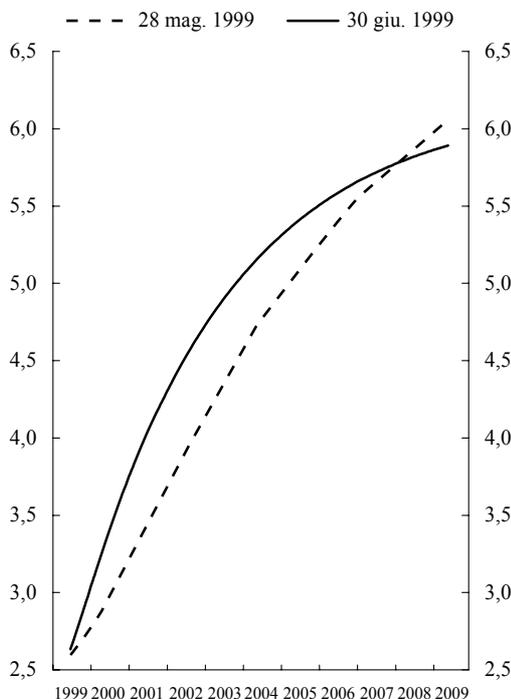
### **Ripresa dei mercati azionari a giugno**

I prezzi delle azioni dell'area dell'euro, misurati dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono

**Figura 5**

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

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



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

aumentati di quasi il 4 per cento nel periodo compreso tra la fine di maggio e il 30 giugno 1999 (cfr. figura 6). Ciò ha portato il livello medio dei prezzi delle azioni dell'area a un livello superiore di circa il 9 per cento a quello della fine del 1998. Tale aumento sembra riconducibile tanto all'influsso favorevole dei rialzi sui mercati azionari internazionali che a fattori positivi interni.

Negli Stati Uniti l'indice Standard and Poor's 500 è aumentato di poco più del 5 per cento nel periodo fra la fine di maggio e il 30 giugno 1999. L'andamento dei prezzi delle azioni statunitensi nel mese di giugno riflette in parte l'effetto positivo del perdurare di indicazioni di una crescita vigorosa. Inoltre, anche la decisione del Consiglio della Federal Reserve di eliminare la "inclinazione alla restrizione" della propria politica monetaria, dopo aver aumen-

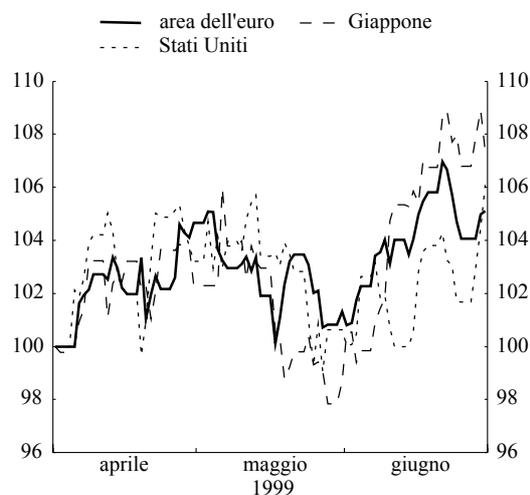
tato il tasso obiettivo per i federal funds il 30 giugno 1999, ha influito positivamente sui prezzi delle azioni statunitensi. In Giappone, dopo il rialzo di oltre il 16 per cento registrato nei primi cinque mesi del 1999, i prezzi delle azioni misurati dall'indice Nikkei 225 sono aumentati di quasi il 9 per cento fra la fine di maggio e il 30 giugno. Fra i fattori che sembrano all'origine di questi sviluppi vi è un crescente ottimismo degli operatori sulle prospettive economiche, connesso con la pubblicazione del dato sulla forte crescita del PIL nel primo trimestre del 1999.

Per quanto riguarda l'aumento dei prezzi delle azioni nell'area dell'euro, essi sembrano aver beneficiato, oltre che del favorevole contesto finanziario internazionale, anche della percezione da parte del mercato di un miglioramento del contesto economico esterno. Collegata con ciò, anche la percezione di una ripresa del ritmo di crescita dell'economia dell'area sembra avere avuto un ruolo importante. L'aumento dei prezzi delle azioni nell'area è tanto più notevole se si considera che è avvenuto in presenza del già menzionato brusco incremento dei rendimenti dei titoli a lungo termine e può aver riflesso un miglioramento nella percezione dei mercati

**Figura 6**

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

(1° aprile 1999=100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters per l'area dell'euro; dati nazionali 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.

finanziari circa le prospettive di redditività delle imprese dell'area.

Malgrado l'andamento favorevole registrato nel mese di giugno dai mercati azionari dell'area, i risultati dei diversi settori sono rimasti abbastanza differenziati. In particolare, i settori che possono risentire maggiormente della situazione esterna, come quelli industriale e tecnologico, hanno registrato rialzi considerevoli (circa il

30 per cento rispetto alla fine del 1998). Inoltre, i settori dei beni di consumo più sensibili al ciclo economico hanno tenuto il passo con l'evoluzione aggregata del mercato dalla fine del 1998, mentre i settori per i quali la domanda è meno sensibile al ciclo economico, quali quello dei servizi di pubblica utilità e quello dei beni di consumo ad andamento non ciclico, hanno continuato a registrare risultati inferiori rispetto al mercato nel suo complesso.

## 2 Andamento dei prezzi

### L'inflazione al consumo rallenta per effetto dei prezzi dei prodotti alimentari e dei servizi

Come osservato nel Bollettino di giugno, per i prossimi mesi è prevista una spinta al rialzo dei prezzi al consumo risultante dagli aumenti delle quotazioni del petrolio e delle materie prime verificatisi nella prima parte dell'anno. Tuttavia, benché i prezzi del petrolio abbiano effettivamente determinato un ulteriore aumento della componente energetica dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) in maggio (cfr. figura 7 e tavola 2), nello stesso mese l'incremento sui dodici mesi dell'indice generale per l'area dell'euro è diminuito di 0,1 punti percentuali, all'1,0 per cento.

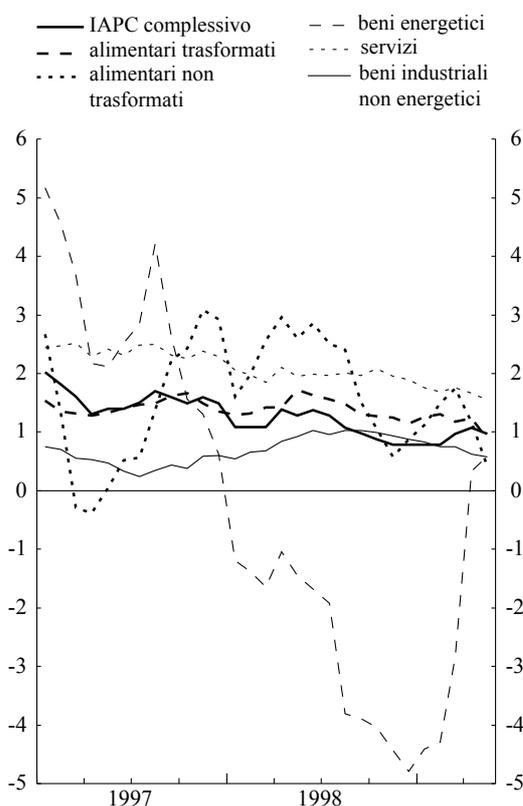
Il recente rallentamento è dovuto a molteplici fattori. Esso è in parte dipeso dai prezzi dei prodotti alimentari non trasformati, il cui tasso di crescita sui dodici mesi è sensibilmente diminuito, dall'1,2 per cento di aprile allo 0,4 di maggio. L'elevata variabilità è tipica dei prezzi di questi beni, che dipendono strettamente da fattori stagionali e dalle condizioni meteorologiche.

Vi hanno tuttavia contribuito anche altri elementi, come dimostra il fatto che anche lo IAPC depurato della componente alimentare stagionale e di quella energetica è cresciuto a un ritmo più contenuto (0,9 per cento rispetto all'1,0 di aprile). Questo rallentamento è in parte riconducibile al venire meno dell'effetto connesso con l'aumento delle aliquote IVA in Germania dello scorso anno, che aveva fatto aumentare il tasso di inflazione sui dodici mesi a maggio 1998. Inol-

tre, la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati ha continuato a rallentare, dall'1,2 per cento di aprile allo 0,9 per cento di maggio, confermando così la tendenza in atto dal secondo trimestre del 1998. Infine, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi dei servizi, che si era mantenuto relativamente

**Figura 7**  
Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

## Tavola 2

### Prezzi e costi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

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

1) Sono escluse le costruzioni.

2) Intera economia.

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

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

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

stabile intorno al 2 per cento per tutto il 1998, è diminuito nella prima parte del 1999, attestandosi sull'1,5 per cento in maggio. Tale andamento è in parte collegato al processo di deregolamentazione di alcuni settori, come quello delle telecomunicazioni.

Le quotazioni del petrolio hanno continuato ad aumentare in giugno, raggiungendo i 15,6 euro al barile, con un incremento di quasi il 5 per cento rispetto a maggio. Pertanto, nell'immediato futuro, anche in assenza di ulteriori incrementi dei prezzi del petrolio, è possibile aspettarsi nei mesi estivi un qualche aumento del tasso d'incremento sui dodici mesi della componente energetica dello IACP per effetto del confronto con il secondo semestre del 1998, quando i prezzi dei beni energetici erano calati. Inoltre, i prezzi alla produzione dei beni industriali paiono aver segnato

un recupero nel periodo precedente il mese di aprile, quando il tasso di crescita sui dodici mesi, pur rimanendo negativo (-1,6 per cento), è risalito dal -2,3 per cento di marzo (cfr. tavola 2). Nei prossimi mesi, è possibile attendersi ulteriori movimenti in questa direzione, in conseguenza delle spinte al rialzo originate dall'andamento dei prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche nel periodo terminato a giugno. Per contro, la flessione della crescita sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati e, ancor più, dei servizi indica che forze quali la deregolamentazione e l'accresciuta concorrenza dovrebbero continuare a esercitare una certa pressione al ribasso sui prezzi. Ciò induce a ritenere che nell'immediato futuro i prezzi al consumo aumenteranno solo gradualmente, tenendo conto in particolare che la crescita salariale nell'area sembra rimanere moderata.

### 3 La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

#### La crescita del prodotto si è stabilizzata nel primo trimestre 1999

Secondo una stima preliminare diffusa dall'Eurostat a metà giugno, nel primo trimestre di quest'anno la crescita complessiva del prodotto si è stabilizzata. In questo periodo, il PIL a prezzi costanti è aumentato dello 0,4 per cento rispetto al trimestre precedente, dopo un graduale rallentamento dallo 0,7 allo 0,3 per cento nel corso del 1998 (cfr. tavola 3). Le esportazioni si sono ulteriormente ridotte all'inizio di quest'anno e il livello delle scorte ha subito una sostanziale correzione verso il basso. Tuttavia, i contributi negativi alla crescita derivanti da tali andamenti sono stati più che compensati dall'aumento dei contributi degli investimenti fissi e dei consumi finali. Sebbene questi dati preliminari contengano una quota superiore alla norma di stime dello stesso Eurostat, i dati nazionali diffusi successivamente hanno per lo più confermato questo quadro. La

pubblicazione di stime riviste dall'Eurostat, maggiormente aderenti al nuovo schema del SEC 95, era prevista per una data successiva a quella cui si riferisce l'ultimo aggiornamento dei dati di questo Bollettino. L'impatto dei nuovi dati SEC 95 sugli andamenti a livello di area sarà analizzato separatamente in uno dei prossimi numeri del Bollettino (cfr. anche il riquadro 4 sul ritardo nel passaggio al SEC 95).

La stabilizzazione della crescita complessiva del prodotto nel primo trimestre di quest'anno è ampiamente riconducibile agli andamenti del settore industriale. Dalle medie mobili centrate di tre mesi si osserva che nell'intervallo di tre mesi terminante nel marzo 1999 il livello della produzione industriale (al netto delle costruzioni) si è mantenuto sostanzialmente invariato rispetto all'intervallo di tre mesi terminante nel dicembre 1998 (cfr. tavola 4). Il lieve calo (0,2 per cento) costituisce un evidente miglioramento rispetto

#### Riquadro 4

##### Il ritardo nel passaggio al SEC 95

Il 14 giugno 1999 la Commissione europea (Eurostat) ha diffuso le prime stime sui principali indicatori dei conti nazionali dell'area dell'euro per il primo trimestre 1999. Queste stime, che comprendono quelle relative al PIL e alle principali componenti della spesa misurate a prezzi costanti, si basano in parte sui dati predisposti conformemente al nuovo Sistema europeo dei conti nazionali 1995 (SEC 95) trasmessi dagli Stati membri all'Eurostat (per informazioni dettagliate sul SEC 95, cfr. *Bollettino mensile* di giugno, pag. 23). Poiché non tutti gli Stati membri hanno trasmesso i dati SEC 95 in tempo utile, le stime per l'intera area dell'euro si basano in parte su dati predisposti secondo la precedente metodologia e, come di consueto, sulle stime formulate dall'Eurostat per i paesi che non hanno pubblicato le proprie stime per il primo trimestre 1999.

I prossimi dati trimestrali SEC 95 sui conti nazionali dell'area dell'euro - la cui pubblicazione da parte dell'Eurostat era prevista per luglio ma non in tempo utile per la chiusura di questo Bollettino - dovrebbero contenere un numero maggiore di dati a prezzi costanti e, per la prima volta, dati a prezzi correnti. Tuttavia, un insieme completo di indicatori trimestrali per l'area dell'euro, che gli Stati membri sono tenuti a trasmettere a Eurostat in applicazione del Regolamento SEC 95, verrà pubblicato in un secondo momento. Il ritardo nel passaggio al SEC 95 per il calcolo dei risultati dell'area dell'euro rende più difficile condurre un'analisi esauriente degli andamenti economici dell'area. Esso è stato solo in parte il riflesso delle deroghe al programma di trasmissione concesse a singoli Stati membri in base al Regolamento SEC 95.

I dati SEC 95 pubblicati dagli Stati membri in tempo per essere incorporati nelle prime stime prodotte dall'Eurostat mostrano variazioni dei tassi di crescita del PIL a prezzi costanti generalmente più ampie di quanto atteso. In Germania, che da sola spiega un terzo della crescita dell'area dell'euro, l'incremento annuo del PIL a prezzi costanti per gli anni 1996-1998 è stato rivisto al ribasso di circa 0,5 punti percentuali in media, mentre è stato corretto al rialzo per il 1995. Anche la Francia ha compiuto una revisione verso il basso, anche se di portata minore, della crescita del PIL a prezzi costanti per il periodo 1995-1997, mentre i risultati del 1998 sono rimasti invariati. Le revisioni condotte nei due paesi, che rappresentano oltre il 50 per cento dell'area in termini di PIL, costituiscono la causa principale delle revisioni osservate nelle prime stime dell'Eurostat. In Italia, i primi dati predisposti conformemente al SEC 95 evidenziano solo una minima revisione della crescita del PIL negli anni precedenti.

### Tavola 3

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

(variazioni percentuali, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali <sup>1)</sup>					Variazioni trimestrali <sup>2)</sup>							
	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1998	1998	1999
				1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.
PIL a prezzi costanti	1,4	2,4	2,6	3,4	2,7	2,5	2,0	1,8	0,7	0,6	0,5	0,3	0,4
di cui:													
Domanda interna	1,0	2,1	3,1	3,8	2,8	3,2	2,8	2,3	1,2	0,4	0,4	0,7	0,7
Consumi delle famiglie	1,4	1,7	2,3	2,2	1,9	2,6	2,4	2,9	0,8	0,3	0,6	0,7	1,2
Consumi collettivi	1,2	0,3	1,6	1,9	2,2	1,4	0,8	0,4	1,3	0,3	-0,3	-0,5	0,9
Investimenti fissi lordi	1,3	2,9	4,0	5,8	3,0	4,1	3,0	3,9	1,3	-0,5	1,8	0,4	2,1
Variazioni delle scorte <sup>3)</sup>	-0,3	0,4	0,6	0,9	0,6	0,5	0,6	-0,3	0,2	0,3	-0,2	0,3	-0,6
Esportazioni nette <sup>3)</sup>	0,4	0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,2	0,0	-0,4	-0,3
Esportazioni <sup>4)</sup>	4,7	9,4	6,0	10,3	8,7	4,4	1,2	-0,9	0,6	2,2	0,3	-2,0	-1,4
Importazioni <sup>4)</sup>	3,5	8,8	8,0	12,1	9,8	6,9	3,6	0,5	2,4	1,7	0,2	-0,7	-0,6

Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Variazione percentuale sul trimestre precedente.

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

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

ai pronunciati decrementi (fino all'1,1 per cento) registrati all'inizio dell'anno. Nel periodo di tre mesi terminante ad aprile 1999 non vi sono stati miglioramenti ulteriori di rilievo. Gli andamenti dei singoli comparti industriali non danno indicazioni univoche e, per il momento, non evidenziano un miglioramento generalizzato. Mentre i settori dei beni intermedi e dei beni di consumo sono all'origine della recente stabilizzazione, il calo nella produzione di beni di investimento si è di nuovo

accentuato nell'intervallo di tre mesi terminante ad aprile 1999.

I dati sul volume delle vendite al dettaglio, riportati nella tavola 5.1 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*, confermano una crescita sostenuta dei consumi reali. Sebbene i dati di aprile indichino un aumento di appena l'1,6 per cento rispetto all'anno precedente, dopo il 5,6 per cento registrato a marzo, tale calo va im-

### Tavola 4

#### Produzione industriale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

putato principalmente al coincidere della Pasqua con i primi giorni del mese. In media, nel periodo da febbraio ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi è stato di circa il 3 per cento, in linea con l'andamento dell'ultimo trimestre del 1998.

### Il clima di fiducia delle imprese mostra segni di ripresa

Sebbene i risultati dell'indagine di giugno condotta dalla Commissione europea presso famiglie e imprese non siano risultati disponibili in tempo per questo Bollettino, gli andamenti di maggio hanno fundamentalmente confermato le indicazioni precedenti (cfr. tavola 5). In particolare, nell'insieme dell'area vi è stato un ulteriore lieve miglioramento del clima di fiducia delle imprese e un ulteriore lieve peggioramento di quello dei consumatori. Poiché il clima di fiducia delle imprese è risalito da livelli inferiori alla media e quello dei consumatori è sceso da massimi storici, senza peraltro discostarsene in misura rilevante, l'evoluzione complessiva può essere giudicata incoraggiante. Segnatamente, questi andamenti recenti denotano una certa attenuazione dei rischi di un ritardo nel recupero del clima di fiducia delle imprese.

Un'interpretazione positiva dei recenti sviluppi del clima di fiducia delle imprese e di quello dei consumatori è confortata dagli andamenti

delle rispettive componenti. Per quanto riguarda le imprese, il rafforzamento del clima di fiducia è in gran parte attribuibile al migliorare delle attese sulla produzione e a una valutazione più favorevole del portafoglio degli ordini dall'estero, le due componenti dell'indagine con un più forte carattere anticipatore. Inoltre, il deterioramento del clima di fiducia dei consumatori non riflette tanto una valutazione più cauta della propria situazione finanziaria o una minore propensione ad effettuare acquisti di importo considerevole, quanto un giudizio meno favorevole sulla situazione economica generale; quest'ultimo elemento è tipicamente più variabile di altre componenti dell'indicatore.

### I dati recenti sono coerenti con le previsioni più aggiornate

Complessivamente, i dati sugli indicatori di breve periodo disponibili alla data cui si riferisce l'ultimo aggiornamento dei dati contenuti nel presente Bollettino tendono a essere coerenti con l'andamento della crescita all'inizio dell'anno implicita nelle previsioni di organismi privati e di quelli internazionali illustrate nel Bollettino di giugno. Queste proiezioni si basano sull'aspettativa che il rallentamento della crescita del prodotto nel 1998 avrebbe avuto termine nei primi mesi del 1999, per lasciare il passo a una ripresa nell'ultima parte dell'anno.

## Tavola 5

### Risultati delle inchieste congiunturali presso le famiglie e le imprese

(dati destagionalizzati)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.	dic.	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.	
Indice del clima economico <sup>1)</sup>	-2,7	2,4	3,1	0,9	0,0	-0,7	0,5	0,1	0,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	
Indici del clima di fiducia:														
dei consumatori <sup>2)</sup>	-8	-3	7	7	7	10	12	11	12	12	11	9	8	
delle imprese industriali <sup>2)</sup>	-8	4	7	10	7	1	-3	-1	-1	-3	-4	-3	-2	
nel settore delle costruzioni <sup>2)</sup>	-13	-10	4	1	10	8	14	9	14	14	14	16	15	
nel commercio al dettaglio <sup>2)</sup>	-5	-3	4	2	5	3	3	2	6	2	0	5	3	
Utilizzo della capacità produttiva <sup>3)</sup>	80,3	81,5	82,6	82,8	83,3	82,4	81,9	-	81,9	-	-	81,9	-	

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

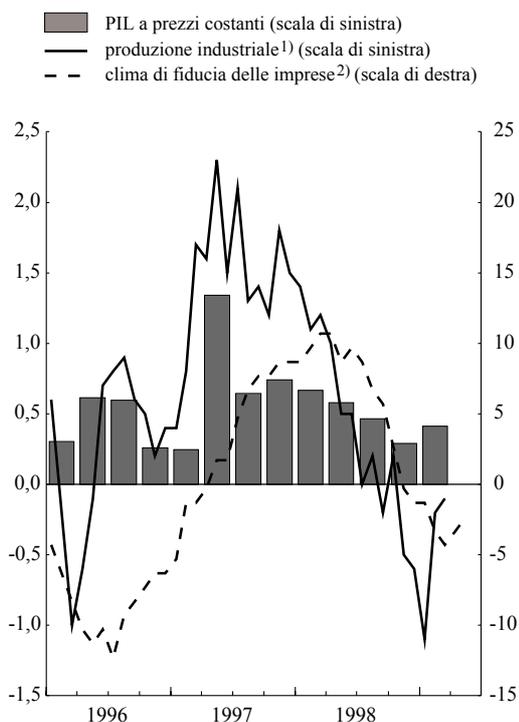
1) Variazione percentuale sul periodo corrispondente; numeri indici 1985 = 100.

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

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

## Figura 8 Produzione e clima di fiducia delle imprese industriali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati; saldi percentuali per il clima di fiducia delle imprese)



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso famiglie e imprese.

1) Medie mobili centrate di 3 mesi.

2) Deviazioni dalla media calcolata sul periodo dal gennaio 1985.

Mentre il livello dell'attività economica rimane basso, la produzione nel settore industriale, più reattiva a cambiamenti della fase congiunturale, segnala qualche miglioramento (cfr. figura 8). Al tempo

stesso, sulla scorta della stima preliminare del tasso di crescita del PIL complessivo nel primo trimestre 1999, il prodotto dei settori non industriali pare crescere a tassi relativamente sostenuti.

## Un rallentamento contenuto della crescita dell'occupazione

I dati rivisti sull'occupazione totale nell'area dell'euro, riferiti al 1998, indicano un rallentamento della sua crescita nel quarto trimestre relativamente meno pronunciato rispetto a quello suggerito dai dati precedenti. La variazione sul trimestre precedente è stata rivista al rialzo, dallo 0,2 allo 0,4 per cento, a fronte dello 0,5 per cento del terzo trimestre 1998. Rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente, si stima che l'occupazione totale sia aumentata dell'1,6 per cento (cfr. tavola 6).

I dati sull'occupazione per l'insieme dell'area relativi al 1999 potrebbero non essere disponibili per diversi mesi a causa di un rinvio della data di diffusione dei dati della Germania, dove è in atto una revisione delle metodologie di calcolo delle statistiche sull'occupazione. Tuttavia è possibile formulare stime preliminari utilizzando i dati nazionali disponibili e informazioni parziali sulla Germania. Da esse risulta che nel primo trimestre 1999 la crescita dell'occupazione totale nell'area dell'euro potrebbe essere stata simile a quella registrata nel quarto trimestre 1998. I risultati delle stime, superiori al previsto, riflettono andamenti settoriali diversi. Da un lato, la creazione di posti di lavoro è stata sostenuta

## Tavola 6

### Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1998	1999	1999	1999	
			2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.	gen.	feb.	mar.
Variazioni trimestrali <sup>1)</sup>													
Intera economia <sup>2)</sup>	0,5	1,3	1,2	1,4	1,6	.	0,4	0,5	0,4	.	-	-	-
Totale industria	-1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	.	0,0	0,0	0,0	.	.	.	.
Costruzioni	-0,5	-0,1	-1,4	-0,4	1,5	.	-0,5	0,6	1,5	.	.	.	.
Totale industria escl. costruz.	-1,4	0,4	0,6	0,6	0,1	-0,3	0,2	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6
Industria manifatturiera	-1,0	0,7	1,0	0,9	0,4	0,1	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,3	0,2	-0,2

Fonti: dati nazionali ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati.

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

nel settore dei servizi. Dall'altro, nonostante che i dati rivisti dall'Eurostat segnalino il perdurare della riduzione di occupati nell'industria, il calo è risultato minore del previsto. Nel settore manifatturiero, in particolare, il tasso di variazione dell'occupazione nel primo trimestre del 1999 sul trimestre precedente è stato rivisto al rialzo dall'Eurostat, da -0,3 per cento a -0,1 per cento, rispetto a -0,2 per cento nel trimestre precedente. Il quadro dell'occupazione, leggermente più favorevole nel settore manifatturiero, appare in linea con i dati recenti sul prodotto, discussi in precedenza.

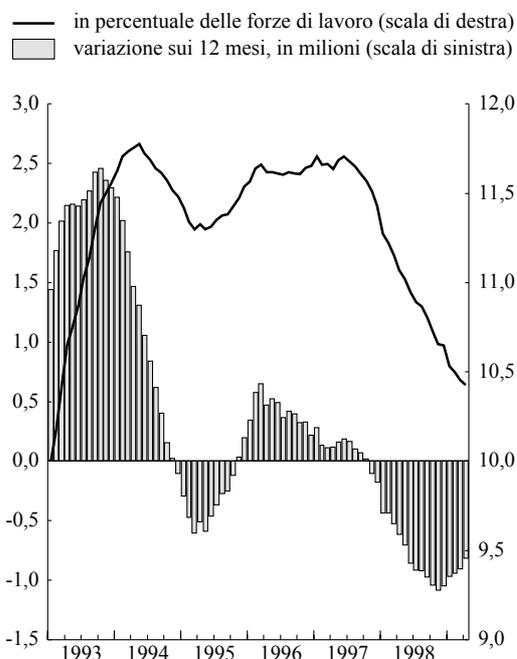
### Lieve flessione della disoccupazione in aprile

In aprile il tasso di disoccupazione standardizzato dell'area è sceso a 10,4 per cento, 0,1 punti percentuali in meno rispetto al livello dei tre mesi precedenti, durante i quali il tasso era rimasto pressoché invariato (cfr. figura 9 e tavola 7). È importante notare che tale risultato è dovuto a una flessione della disoccupazione giovanile, mentre il tasso di disoccupazione fra i lavoratori di età superiore a 25 anni si è mantenuto sullo stesso livello negli ultimi quattro mesi. Gli andamenti nei singoli paesi mostrano che queste dinamiche nel calo della disoccupazione durante il 1999 rappresentano un fenomeno relativamente generalizzato. I dati nazionali disponibili per il mese di maggio indicano che il tasso di disoccupazione standardizzato per l'area dell'euro, che doveva essere diffuso dall'Eurostat dopo la data cui si riferiscono gli ultimi aggiornamenti dei dati contenuti

**Figura 9**

### Disoccupazione nell'area dell'euro

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

nel Bollettino, potrebbe essere solo leggermente inferiore a quello di aprile.

Nel complesso, pare che, per il momento, il graduale rallentamento dell'attività economica nel 1998 abbia avuto un impatto limitato sull'occupazione totale. Nonostante questo andamento dell'occupazione relativamente positivo, il tasso di disoccupazione è diminuito solo in misura marginale nel primo trimestre dell'anno.

**Tavola 7**

### Disoccupazione nell'area dell'euro

(in percentuale delle forze di lavoro; dati destagionalizzati)

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

Fonte: Eurostat.

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

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

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

## 4 Andamenti del tasso di cambio e della bilancia dei pagamenti

### Il tasso di cambio dell'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile in giugno

In giugno il tasso di cambio dell'euro ha oscillato nei confronti delle principali valute, ma il deprezzamento registrato nei primi mesi dell'anno non è proseguito con la medesima intensità. Variazioni significative si sono avute solo rispetto alla sterlina inglese – che si è indebolita nei confronti della maggior parte delle principali monete – e ad alcune valute di minore importanza per gli scambi commerciali dell'area dell'euro. Tuttavia, l'euro si è ulteriormente deprezzato dopo il rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti.

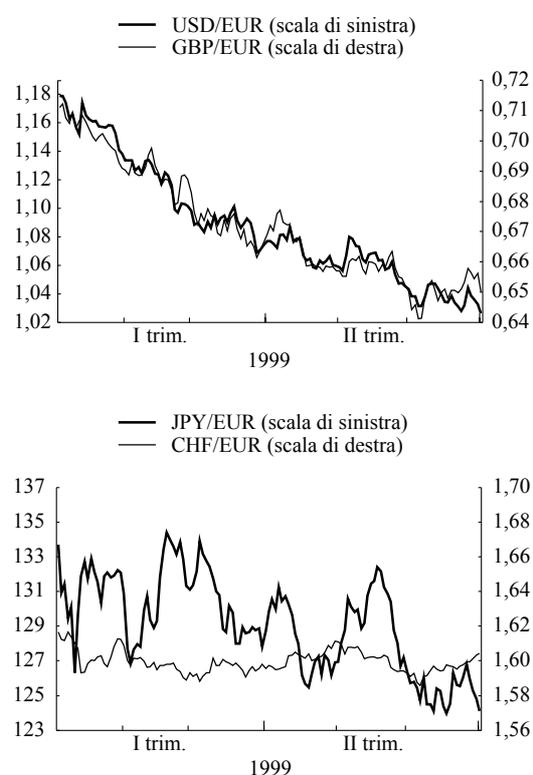
Le fluttuazioni del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro nel mese di giugno hanno risentito principalmente dell'incertezza circa una possibile restrizione nell'indirizzo della politica monetaria statunitense. La stretta si è concretizzata il 30 giugno, quando la Federal Reserve ha aumentato di 0,25 punti percentuali l'obiettivo sul tasso dei federal funds, al 5 per cento. Le fluttuazioni del tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro hanno continuato a risentire del divario ciclico tra le due economie e della diffusione nel corso del mese di notizie che facevano prevedere una prosecuzione della crescita negli Stati Uniti e un recupero solo graduale nell'area dell'euro. Per la maggior parte del mese di giugno la quotazione dell'euro ha conseguentemente oscillato

attorno a una media di 1,04 dollari; il 1° luglio, data di redazione di questo documento, l'euro chiudeva a una quotazione di 1,03 dollari (cfr. figura 10), inferiore dell'1,6 per cento a quella prevalente all'inizio di giugno.

**Figura 10**

### Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

### Riquadro 5

#### Interventi sul mercato valutario effettuati dalla BCE per conto della Banca del Giappone

La domanda di yen giapponesi sul mercato valutario è aumentata rapidamente in seguito alla pubblicazione, il 10 giugno 1999, di valori inaspettatamente elevati della crescita del PIL giapponese nel primo trimestre.

Per far fronte a questo aumento della domanda, il 18 giugno 1999, la Banca del Giappone ha richiesto alla BCE di vendere yen in cambio di euro per suo conto. Le operazioni sono state condotte dalla BCE e da tre banche centrali nazionali. Il giorno degli interventi la quotazione iniziale del cambio euro/yen era 123,55 yen e quella finale 125,15 yen.

Gli interventi sono stati condotti secondo quanto previsto da un accordo di collaborazione che la Banca del Giappone, in qualità di rappresentante del Ministero delle Finanze nipponico, aveva concluso con la BCE per l'esecuzione di operazioni sui mercati valutari. Queste operazioni sono state regolate tra la Banca del Giappone e le banche commerciali coinvolte e, pertanto, non hanno comportato l'utilizzo delle riserve valutarie della BCE.

Nei confronti della moneta nipponica l'euro ha fluttuato entro una fascia relativamente ristretta, compresa tra 124 e 127 yen, dopo essersi indebolito tra la fine di maggio e l'inizio di giugno, in particolare in seguito alla pubblicazione di un dato di crescita inaspettata del PIL giapponese nel primo trimestre. L'apprezzamento del cambio su livelli attorno a 124 yen ha indotto la Banca del Giappone a intervenire, il 18 e il 21 giugno. Parte degli interventi sono stati effettuati in euro dalla BCE e da alcune banche centrali nazionali per conto della banca centrale giapponese (cfr. riquadro 5). Dopo questi interventi, poiché i segnali di miglioramento del PIL non hanno trovato sostegno in altri indicatori economici, il tasso di cambio non ha mostrato una chiara tendenza. Il 1° luglio l'euro veniva quotato 124 yen, l'1,8 per cento in meno rispetto all'inizio di giugno.

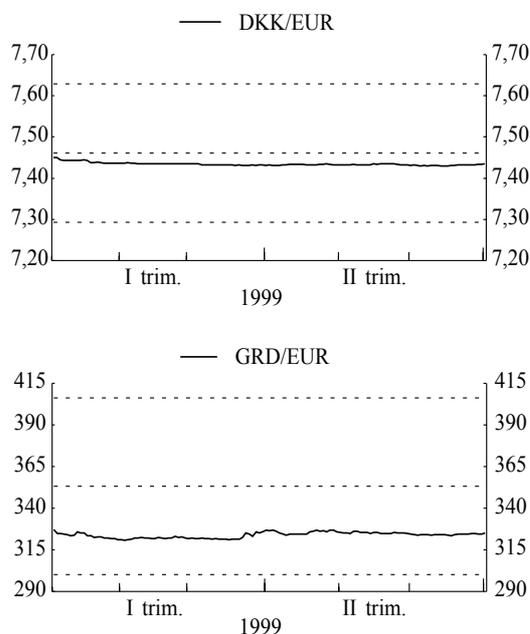
In giugno, la riduzione di 0,25 punti percentuali del tasso sulle operazioni pronti contro termine decisa dalla Banca d'Inghilterra – probabilmente, insieme con le aspettative degli operatori di una ripresa della crescita nell'area dell'euro – ha contribuito a un lieve apprezzamento dell'euro nei confronti della sterlina inglese. La valuta britannica ha mostrato un certo grado di indipendenza rispetto alla stretta correlazione, in precedenza osservata, con l'andamento del dollaro. Il 1° luglio l'euro si è deprezzato anche nei confronti della sterlina, in linea con l'indebolimento nei confronti del dollaro, ed è stato quotato a 0,65 sterline, come all'inizio di giugno. La corona svedese si è rafforzata nei confronti dell'euro, nel quadro di migliori previsioni congiunturali per il paese scandinavo.

In giugno le due valute incluse nello SME II si sono mantenute stabili nei confronti dell'euro (cfr. figura 11). In particolare, la corona danese si è mantenuta vicina alla parità centrale. Con l'attenuazione dei timori per la crisi in Kosovo, è diminuita la pressione sulla dracma greca, che ha continuato a essere scambiata il 9 per cento al di sopra della parità centrale.

Per quanto riguarda le valute degli altri partner commerciali dell'area dell'euro, la corona norvegese si è rafforzata nei confronti dell'euro. Anche il dollaro canadese, quello australiano e

**Figura 11**  
**Tassi di cambio nello SME II**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

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

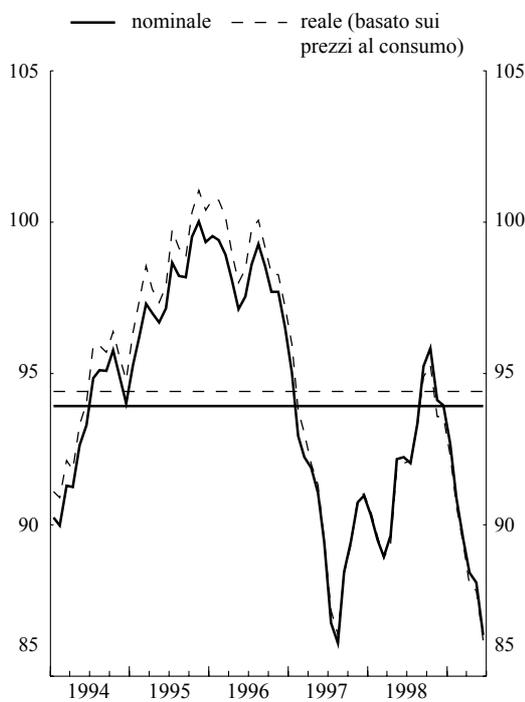
quello neozelandese hanno registrato un apprezzamento, in seguito al recente rialzo dei prezzi di alcune materie prime e delle migliori previsioni di crescita non solo per le rispettive economie, ma anche per i loro partner commerciali asiatici.

In termini nominali effettivi, alla fine di giugno 1999 il livello del tasso di cambio dell'euro, calcolato dalla Banca dei regolamenti internazionali, risultava sostanzialmente invariato rispetto alla fine di maggio, ma si manteneva circa l'8 per cento al di sotto di quello registrato al momento della sua entrata in vigore (cfr. figura 12). Il valore dell'euro nel secondo trimestre 1999 è stato, in termini effettivi, inferiore del 3,7 per cento a quello del primo trimestre e di circa il 5 per cento rispetto al livello medio ponderato a cui si collocavano nel 1998 le valute incluse nell'area dell'euro. Pertanto, considerando anche che per l'area la quota delle importazioni sul PIL è solo del 16 per cento, si può ritenere che gli effetti sui prezzi al consumo derivanti da aumenti dei prezzi delle importazioni dovrebbero rimanere limitati.

## Figura 12

### Tassi di cambio effettivi dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(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 (gennaio 1994-giugno 1999).

### Avanzo delle partite correnti più elevato

Nei primi quattro mesi del 1999 l'avanzo cumulato delle partite correnti è aumentato di 3 miliardi di euro rispetto al corrispondente pe-

riodo del 1998, raggiungendo 16 miliardi. Ciò è dovuto principalmente al minore disavanzo nei trasferimenti correnti, oltre che al miglioramento del saldo dei redditi. Entrambi questi fattori hanno più che compensato la diminuzione del 21 per cento circa – rispetto allo stesso periodo del 1998 – dell'avanzo cumulato di beni e servizi.

I risultati dello scorso mese di aprile hanno significativamente contribuito al più elevato avanzo cumulato delle partite correnti. Particolarmente rilevanti sono state l'inversione di segno, da negativo a positivo, del saldo dei redditi e la riduzione del disavanzo nei trasferimenti correnti; esse hanno più che compensato il disavanzo nei servizi (0,4 miliardi di euro, rispetto all'avanzo di 0,2 miliardi ad aprile 1998) e la riduzione di 1,3 miliardi nell'avanzo commerciale. La diminuzione di quest'ultimo, che era pari a 8,6 miliardi di euro in aprile 1999, riflette un calo del valore delle esportazioni e delle importazioni, rispettivamente del 4,5 e del 2,8 per cento, rispetto allo stesso mese del 1998. Per quanto riguarda le altre componenti, la voce redditi netti ha registrato un avanzo di 1,4 miliardi di euro, contro un disavanzo di 0,7 miliardi nel corrispondente periodo del 1998; la voce trasferimenti correnti netti verso non residenti – comprese le istituzioni della UE – ha invece riportato un disavanzo di 2,8 miliardi, 1,1 miliardi in meno rispetto all'aprile 1998.

In aprile il conto capitale ha chiuso con un avanzo di 0,6 miliardi di euro. Nei primi quattro mesi del 1999 l'avanzo è stato di 3,1 miliardi di euro.

## Riquadro 6

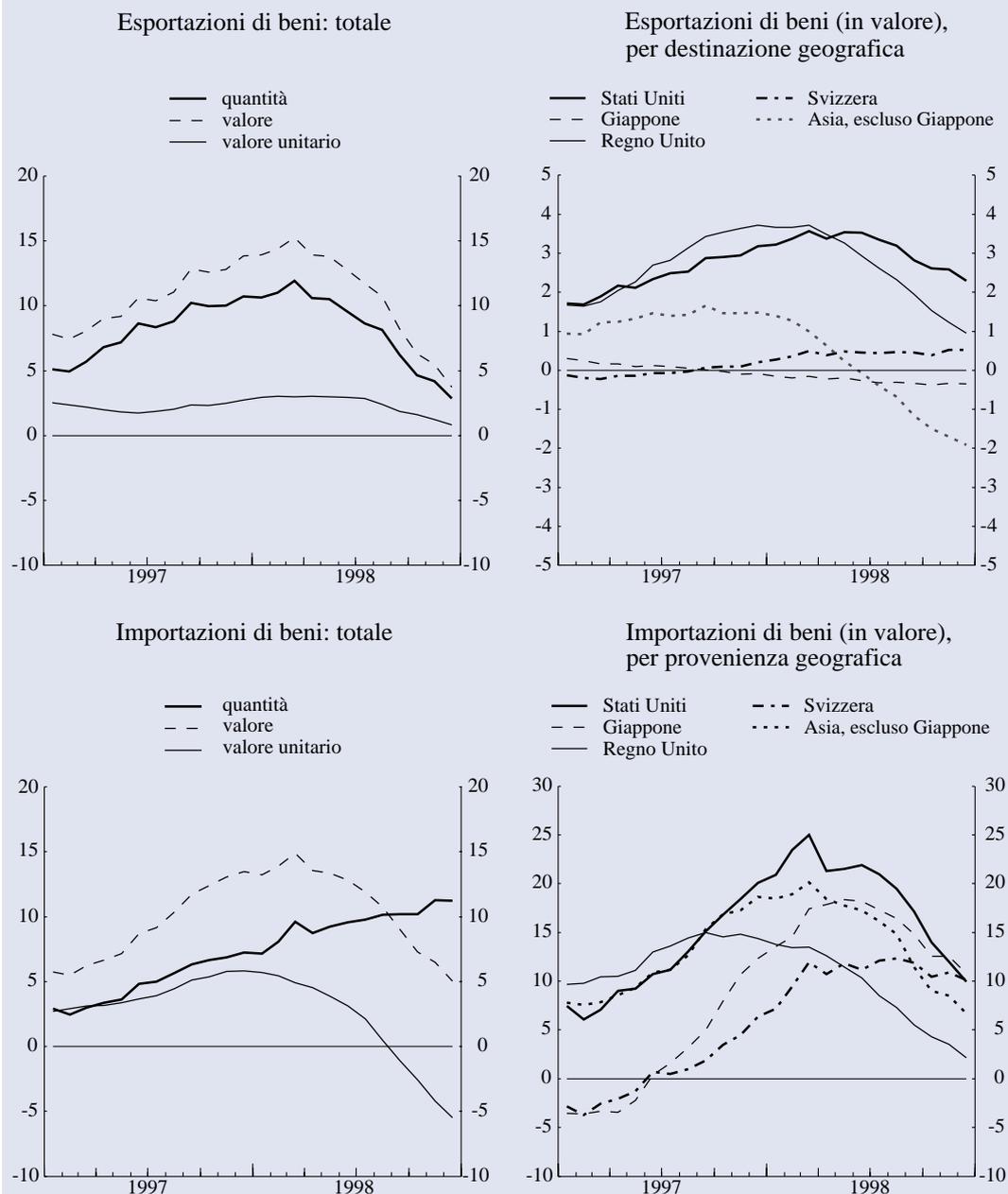
### L'andamento del commercio internazionale nel 1997 e nel 1998

Le statistiche recentemente pubblicate dall'Eurostat - che forniscono dati disaggregati di volume e valore unitario sul commercio con l'estero - aiutano a spiegare i motivi della diminuzione dell'avanzo commerciale dell'area dell'euro nel 1998. Secondo questi dati - coerenti con quelli di bilancia dei pagamenti che la BCE pubblica dal numero di aprile del Bollettino mensile - la causa principale è stato il rallentamento dei volumi esportati, che ha più che compensato la decelerazione e la diminuzione dei prezzi all'importazione.

Utilizzando medie mobili su 12 mesi per attenuare le variazioni mensili, il rallentamento della crescita del valore delle esportazioni risulta quasi interamente spiegato dall'andamento dei volumi delle esportazioni, dal momento che i valori unitari si sono mantenuti sostanzialmente costanti. Come si può vedere nella figura (esportazione di beni: totale), la crescita dei volumi delle esportazioni ha iniziato a diminuire nel marzo 1998. Nell'insieme del 1998 i volumi delle esportazioni sono cresciuti solo del 2,8 per cento, contro il 10 per cento dell'anno precedente.

## Esportazioni e importazioni di beni nell'area dell'euro

(medie mobili di 12 mesi; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Il rallentamento complessivo della crescita delle esportazioni in valore cede, tuttavia, dettagli interessanti sulla sua distribuzione geografica. In larga misura esso è infatti spiegato dal calo delle esportazioni verso i paesi asiatici diversi dal Giappone e dal rapido rallentamento delle esportazioni verso il Regno Unito (cfr. esportazioni di beni per destinazione, nella figura).

Riguardo alle importazioni, nel corso del 1998 la domanda in termini reali è accelerata in linea con il rafforzamento della domanda interna nell'area dell'euro; i prezzi all'importazione sono invece calati in misura significativa, determinando un rallentamento nella crescita del valore delle importazioni. Nel 1998 le importazioni dell'area dell'euro sono aumentate solo del 5 per cento in valore, contro il 13,6 per cento nel 1997, con un rallentamento che ha riguardato tutti i partner commerciali ad eccezione della Svizzera.

**Tavola 8****Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>***(miliardi di euro, miliardi di ECU per il 1998 (dati non destagionalizzati))*

	1999 apr.	1999 gen. - apr.	1999	1999
			apr.	gen. - apr.
			Differenza in assoluto dal periodo corrispondente	
<b>Conto corrente (a)</b>	6,8	16,0	1,3	3,0
crediti	103,8	396,5	-2,7	-27,6
debiti	97,0	380,5	-4,0	-30,5
Beni	8,6	27,6	-1,3	-5,1
crediti	63,5	241,5	-3,0	-15,8
debiti	55,0	213,8	-1,7	-10,7
Servizi	-0,4	-3,6	-0,6	-1,1
crediti	17,9	65,8	-2,3	-10,7
debiti	18,3	69,3	-1,7	-9,6
Redditi	1,4	0,3	2,1	3,1
crediti	17,5	62,0	1,3	-1,2
debiti	16,1	61,7	-0,8	-4,3
Trasferimenti unilaterali correnti	-2,8	-8,4	1,1	6,1
crediti	4,8	27,2	1,3	0,2
debiti	7,6	35,6	0,2	-5,9
<b>Conto capitale (b)</b>	0,6	3,1	0,0	-2,3
crediti	1,5	5,9	0,5	-1,0
debiti	0,9	2,9	0,5	1,3
<b>Saldo delle partite correnti (a) + (b)</b>	7,5	19,1	1,4	0,7
<b>Conto finanziario</b>	17,3	-4,3	46,3	26,3
Investimenti diretti	-13,8	-23,7	-5,6	-4,3
attività	-22,4	-50,5	-1,6	16,6
passività	8,6	26,8	-4,0	-20,9
Investimenti di portafoglio	2,4	-39,5	24,3	37,1
attività	-14,4	-79,0	19,6	69,1
passività	16,8	39,5	4,7	-32,0
Derivati	2,7	1,1	3,6	1,8
Altri investimenti	24,5	52,2	21,6	-15,9
attività	17,9	-34,9	11,2	-10,4
passività	6,6	87,1	10,4	-5,5
Riserve ufficiali	1,5	5,5	2,4	7,6
<b>Errori e omissioni</b>	-24,7	-14,7	-47,6	-27,0

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature possono derivare da arrotondamenti.

**I flussi degli investimenti di portafoglio registrano un avanzo nel mese di aprile**

Nei primi quattro mesi del 1999 il conto finanziario ha registrato deflussi pari a 4,3 miliardi di euro. In aprile, tuttavia, gli afflussi netti sono stati pari a 17,3 miliardi. Tali afflussi sono imputabili principalmente a una riduzione delle attività sull'estero a breve termine detenute dalle IFM, che ha controbilanciato le uscite per investimenti di

retti all'estero. Inoltre, si sono registrati alcuni afflussi legati a investimenti di portafoglio, strumenti finanziari derivati e riserve.

Gli investimenti diretti hanno registrato deflussi netti per 23,7 miliardi di euro nei primi quattro mesi dell'anno, di cui 13,8 miliardi in aprile. Rispetto ai mesi precedenti, l'incremento nei deflussi del mese di aprile è stato generato dai maggiori investimenti diretti netti all'estero da parte di residenti dell'area.

Gli investimenti di portafoglio hanno registrato deflussi netti per 39,5 miliardi di euro tra gennaio e aprile 1999. In aprile, tuttavia, si sono verificati afflussi per 2,4 miliardi di euro, contro flussi in uscita per 33,2 e 16,8 miliardi rispettivamente in marzo e in febbraio. I rimborsi netti e le vendite nette da parte di residenti di strumenti di mercato monetario emessi da non residenti sono stati la fonte principale degli afflussi di aprile. Inoltre, l'acquisto da parte di non residenti di titoli azionari emessi nell'area dell'euro ha contribuito agli afflussi registrati alla voce investimenti di portafoglio, come era accaduto in gennaio e febbraio. A marzo, per contro, sono stati registrati ingenti deflussi (pari a 22,3 miliardi di euro), che, tuttavia, sembrano essere stati generati da un numero limitato di transazioni di notevole ammontare. Per quanto riguarda gli acquisti netti di titoli azionari esteri da parte di residenti, in aprile sono stati registrati solo deflussi moderati, fatto che conferma la tendenza

evidenziatasi nei mesi precedenti. Infine, i titoli di debito hanno mostrato moderati afflussi, legati principalmente a transazioni in obbligazioni e altri titoli. In aprile, la domanda di titoli obbligazionari esteri e di altra natura da parte di residenti dell'area dell'euro è stata inferiore rispetto a quella registrata in febbraio e marzo.

Nei primi quattro mesi del 1999 gli afflussi per altri investimenti sono stati pari a 52,2 miliardi di euro. In aprile, gli altri investimenti hanno fatto registrare afflussi netti pari a 24,5 miliardi, principalmente imputabili alla riduzione delle attività sull'estero a breve termine detenute dalle IFM.

In aprile, gli afflussi netti registrati nel conto strumenti finanziari derivati sono stati pari a 2,7 miliardi di euro (1,1 miliardi tra gennaio e aprile). Le riserve ufficiali sono calate di 1,5 miliardi di euro, portando a 5,5 miliardi la diminuzione complessiva nei primi quattro mesi dell'anno.



# Andamento di lungo periodo e variazioni cicliche dei principali indicatori economici nei paesi dell'area dell'euro

*L'introduzione dell'euro all'inizio di quest'anno, che rappresenta una pietra miliare nel processo di integrazione economica europea, ha anche determinato un mutamento del modo in cui gli andamenti economici vengono valutati, spostando l'attenzione verso l'evoluzione economica nell'insieme dell'area dell'euro. Inoltre, l'andamento in ciascun paese dell'area viene sempre più valutato facendo riferimento alle analogie con quello osservato negli altri paesi e nell'area nel suo complesso. Ad esempio, sono state espresse preoccupazioni per le divergenze riscontrate nell'andamento recente del prodotto e dei prezzi; l'evoluzione di tali differenze andrà tenuta sotto stretta osservazione, affrontando se necessario il problema. Questo articolo, che analizza il periodo dall'inizio degli anni settanta fino al 1998, è un primo contributo allo studio delle divergenze e delle analogie nell'evoluzione economica dei paesi dell'area dell'euro.*

*L'analisi considera gli andamenti di lungo periodo e le variazioni cicliche di alcuni indicatori, che, insieme ad altri, svolgono un ruolo importante nella valutazione della situazione economica: il PIL a prezzi costanti, l'occupazione totale, la produzione industriale e i prezzi al consumo. Nel complesso, tenendo conto dei fattori che influiscono su di essi, l'omogeneità tra gli andamenti economici dei vari paesi sembra essere stata relativamente elevata. Peraltro, come ci si poteva attendere e come è messo in luce anche dalla recente esperienza, le differenze nazionali nell'andamento della produzione e dei prezzi non sono scomparse del tutto il 1° gennaio 1999, ma hanno continuato a essere presenti anche dopo l'inizio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria. L'analisi presentata in questo articolo mostra che il recente divergere degli andamenti nazionali non è affatto insolito.*

*Poiché l'introduzione dell'euro e le particolari condizioni che caratterizzano l'Unione monetaria costituiscono una significativa discontinuità con il passato, i risultati di questa analisi forniscono soltanto in misura limitata indicazioni per la previsione degli sviluppi futuri, ma potranno essere utili nel collocarli nella giusta prospettiva. Più specificamente, è prematuro trarre conclusioni definitive sul possibile impatto futuro dell'Unione monetaria sulla divergenza tra gli andamenti economici dei paesi dell'area dell'euro e sulle sue eventuali ripercussioni sull'unione monetaria.*

## I L'evoluzione economica riflette sia tendenze di lungo periodo sia movimenti ciclici

Il modo migliore di introdurre la complessa questione delle divergenze e analogie negli andamenti economici dei paesi dell'area dell'euro è quello di analizzare gli aumenti dei prezzi al consumo e la crescita del PIL a prezzi costanti alla fine del 1998. Coerentemente con il valore di riferimento fissato per la politica monetaria comune, quasi tutti i paesi dell'area dell'euro avevano allora conseguito, o avevano mantenuto, incrementi dei prezzi al consumo inferiori al 2 per cento nei due anni precedenti; pochi paesi presentavano tassi di inflazione lievemente più alti. Nonostante questo elevato grado di convergenza del livello di inflazione complessivo, fattori temporanei e specifici dei singoli paesi continuano ad alimentare differenze fra gli andamenti ciclici di breve periodo intorno a questi tassi stabili di variazione dei prezzi. Inoltre, dopo due anni di ripresa economica, comune a quasi tutti gli Stati membri, sono

emerse fra i paesi dell'area dell'euro differenze di più breve termine nell'andamento della crescita (cfr. il riquadro I per una discussione dell'andamento recente del PIL a prezzi costanti e dei prezzi al consumo nei paesi dell'area dell'euro). Il diverso andamento recente della crescita e dell'inflazione fra i paesi dell'area ha suscitato qualche preoccupazione. L'analisi che segue si propone di fornire un quadro di riferimento per valutare questi sviluppi in una prospettiva storica, sebbene ciò non offra alcuna reale indicazione sui possibili sviluppi futuri. Nel complesso, un fenomeno saliente degli ultimi anni è stata l'elevata omogeneità dell'evoluzione di più lungo periodo dei prezzi in tutti i paesi, caratterizzata da livelli di inflazione contenuti. Allo stesso tempo, l'entità delle divergenze di più breve periodo osservate nel passato recente nell'andamento del prodotto non è affatto insolita.

## **Riquadro I**

### **Differenze recenti nella crescita del PIL a prezzi costanti e nell'inflazione misurata dallo IAPC fra i paesi dell'area dell'euro**

Come sottolineato nel corpo dell'articolo, alcune differenze negli andamenti della crescita del prodotto e in quelli dell'inflazione al consumo tendono a essere un fatto comune nelle economie dell'area dell'euro. Nel contesto dell'introduzione dell'euro, tali differenze hanno di recente suscitato una maggiore attenzione. In particolare, la recente differenziazione fra i tassi di crescita dei principali Stati membri ha sollevato la questione se i dati più recenti vadano interpretati come l'indicazione di una divergenza più protratta nelle dinamiche di crescita dei paesi dell'area o piuttosto come un normale e temporaneo scarto nei tassi di crescita del prodotto.

#### **Alcune differenze nella crescita del PIL a prezzi costanti sono emerse di recente**

In base ai dati del quarto trimestre 1998 si sono delineate alcune differenze nella crescita del PIL fra i singoli paesi dell'area dell'euro.<sup>1)</sup> In particolare, rispetto al trimestre precedente la crescita del PIL a prezzi costanti è stata negativa in Germania e in Italia, mentre un rallentamento solo modesto è stato osservato in Spagna; al contrario, la Francia ha registrato una ripresa della crescita del prodotto. Anche nella crescita rispetto al quarto trimestre del 1997 vi sono differenze, seppure di entità relativamente modesta.

Una serie di fattori ha concorso alle recenti difformità nella crescita del PIL complessivo. Mentre nella maggior parte dei paesi dell'area la domanda interna, in particolare i consumi privati, è stata sufficientemente forte da sostenere la crescita globale nonostante l'impatto negativo dei fattori esterni, ciò non è avvenuto in Italia né, in una certa misura, in Germania. In Italia il contributo dei consumi privati alla crescita nel quarto trimestre del 1998 ha raggiunto il livello minimo degli ultimi due anni.

Per quanto riguarda il contributo delle esportazioni alla crescita, l'Italia ha subito nel quarto trimestre dello scorso anno una contrazione, mentre la maggior parte degli altri paesi dell'area ha registrato solo un lieve rallentamento. Tale risultato pare essere in relazione con la composizione delle esportazioni italiane, più simili a quelle dei paesi emergenti. Sulla scia della crisi del Sud-est asiatico, tali esportazioni hanno risentito di una perdita di competitività, già osservabile nel corso dell'anno; tuttavia, un significativo calo delle importazioni ha notevolmente attenuato l'impatto negativo della caduta delle esportazioni sulla crescita. Anche in Germania e in Francia nel quarto trimestre del 1998 si è manifestata una considerevole decelerazione del contributo delle esportazioni alla crescita, benché in proporzioni meno drastiche che in Italia. In entrambi i casi, dato il limitato effetto di compensazione dal lato delle importazioni, il contributo delle esportazioni nette alla crescita ha segnato una brusca flessione.

Quanto alle altre componenti del PIL, nell'ultimo trimestre del 1998 il contributo delle variazioni delle scorte alla crescita è diminuito significativamente in Germania e in Italia, mentre si è mantenuto sostanzialmente invariato nella maggior parte degli altri paesi dell'area. Peraltro l'andamento delle scorte è in generale difficilmente riconducibile a spiegazioni di carattere puramente economico, poiché nella maggior parte dei paesi esso riflette anche incertezze statistiche. Complessivamente, mentre in Germania la recente debolezza congiunturale è attribuibile prevalentemente alle componenti più variabili della domanda aggregata, cioè le esportazioni e le variazioni delle scorte, in Italia il rallentamento sembra avere una base più ampia.

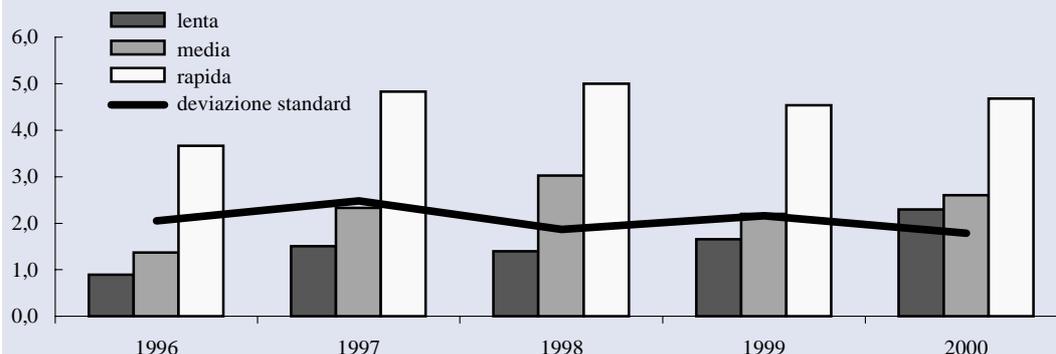
Come illustrato nel corpo dell'articolo, se si considera il recente ampliamento delle differenze fra i tassi di crescita del PIL a prezzi costanti sulla scorta dei dati storici, esso non è affatto di natura eccezionale. Al tempo stesso, le previsioni della Commissione europea della primavera 1999 indicano che la differenza fra i tassi di crescita del PIL a prezzi costanti dei paesi caratterizzati da una crescita lenta (Germania e Italia) e quello dell'area dell'euro nel suo insieme è destinata ad assottigliarsi notevolmente. Una certa riduzione è attesa anche per la differenza tra i tassi di crescita del PIL a prezzi costanti dei paesi che hanno registrato una crescita sostenuta (Spagna, Irlanda, Portogallo e Finlandia) e l'area nel suo complesso.

1) *Poiché gli ultimi dati diffusi in conformità con il nuovo sistema di contabilità nazionale (SEC 95) hanno ancora carattere preliminare e incompleto, le informazioni fornite nel riquadro si basano sul sistema precedentemente in vigore (SEC 79), ad eccezione di quelle relative agli andamenti del primo trimestre del 1999.*

A tale riguardo va notato che, sulla base dei dati rivisti secondo i criteri del nuovo SEC 95, la differenza fra i tassi di crescita del PIL a prezzi costanti in Francia e in Germania nel quarto trimestre del 1998 rispetto al trimestre precedente è molto minore rispetto al valore precedentemente riportato, e si è ridotta ulteriormente nel primo trimestre del 1999.

### Crescita media del PIL per gruppi di paesi

(variazioni percentuali; dati annuali)



Fonti: Eurostat, previsioni della Commissione europea, elaborazioni della BCE.

Nota: Istruzioni per la lettura del grafico: la composizione dei gruppi di paesi varia ogni anno. I paesi con una crescita del PIL a prezzi costanti prossimi alla media dell'area dell'euro ( $\pm 0,3$  punti percentuali) sono raccolti nel gruppo con crescita "rapida"; i rimanenti sono compresi nel gruppo a crescita "lenta". I diversi istogrammi rappresentano la media non ponderata dei tassi di crescita del PIL in ciascun gruppo. La linea rappresenta la deviazione standard non ponderata per gli 11 paesi dell'area dell'euro.

### Le divergenze negli incrementi dei prezzi al consumo si mantengono entro limiti ragionevoli

Le differenze fra i tassi di crescita dei prezzi al consumo, misurati dallo IAPC, riflettono in una certa misura quelle osservate per il PIL a prezzi costanti, sebbene negli ultimi anni gli sforzi volti a soddisfare i criteri di convergenza relativi alla stabilità dei prezzi abbiano svolto un ruolo importante. Nel passato recente la crescita è stata particolarmente forte in Spagna, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Finlandia. In particolare, una domanda interna vivace ha generato in questi paesi (ad eccezione del Lussemburgo e della Finlandia) un incremento superiore alla media dello IAPC e, segnatamente, dei prezzi dei servizi. Al tempo stesso la moderazione salariale e la forte crescita della produttività hanno avuto un effetto di contenimento delle pressioni sui prezzi, ad esempio in Germania e in Francia. Inoltre, fattori temporanei quali gli andamenti divergenti dei prezzi dei prodotti alimentari, specie di quelli non trasformati, hanno concorso alle differenze emerse nello IAPC. In una prospettiva di lungo periodo, anche fattori strutturali risultanti da differenti dinamiche di crescita della produttività fra regioni e settori nonché dagli aggiustamenti del livello dei prezzi possono spiegare le divergenze fra i tassi di variazione dello IAPC.

Secondo le previsioni della Commissione europea della primavera 1999, il differenziale fra il valore massimo e quello minimo dei tassi di crescita dello IAPC dovrebbe scendere da 1,6 punti percentuali nel 1998 a 1,5 e 1,3 punti percentuali, rispettivamente, nel 1999 e nel 2000, mentre la deviazione standard dovrebbe ridursi da 0,6 punti percentuali nel 1998 portandosi, rispettivamente, a 0,5 e 0,4 punti percentuali. Questi differenziali sono compatibili con i limiti ritenuti accettabili dai criteri di convergenza stabiliti dal Trattato che istituisce la Comunità Europea.

Gli andamenti di più lungo periodo si riflettono nel cosiddetto trend di una particolare variabile, mentre le oscillazioni cicliche corrispondono alle deviazioni di più breve periodo rispetto al trend. Sebbene, nella pratica, possa essere difficile distinguere empiricamente fra trend e ciclo, questa distinzione risulta utile, in quanto i due fenomeni

statistici vengono spesso discussi in relazione a questioni economiche diverse. Ad esempio, l'intensità con la quale gli andamenti tendenziali della crescita divergono o convergono viene discussa a proposito del "recupero del divario" tra i vari paesi, mentre il grado di omogeneità degli andamenti ciclici viene discusso in relazione alla que-

stione della "sincronizzazione". Nel caso dei differenziali fra i tassi di inflazione, nel periodo di avvicinamento all'Unione monetaria gli andamenti sono stati esaminati principalmente con riferimento ai criteri di "convergenza" nominale, senza che ciò richiedesse di distinguere esplicitamente fra la tendenza di lungo periodo e le variazioni cicliche di più breve periodo degli aumenti dei prezzi.

Per motivi principalmente espositivi, è stata adottata una metodologia uniforme per scomporre ciascuna delle serie esaminate in una componente di trend e una ciclica e per determinare il grado di sincronizzazione degli andamenti ciclici (cfr. il riquadro 2 per ulteriori dettagli sulla metodologia utilizzata per l'analisi). Sebbene ci si possa aspettare che diversi metodi di depurazione dal trend diano luogo a qualche differenza nei risultati, non si ritiene che ciò possa incidere sulla validità delle conclusioni generali. I coefficienti di correlazione fra le componenti cicliche sono stati calcolati su periodi decennali mobili. I coefficienti si riferiscono alla fine del rispettivo periodo, per cui gli ultimi dati disponibili per il 1998 riflettono la correlazione me-

dia fra gli andamenti nazionali e quelli dell'area dell'euro nel periodo compreso fra il 1989 e il 1998. Ciò significa che i riferimenti a particolari periodi vanno inquadrati in una più ampia prospettiva, in cui i singoli risultati possono riflettere vari tipi di eventi e fattori eccezionali che continuano a incidere sui dati. Per effetto del diverso peso dei singoli paesi sugli andamenti dell'area, il livello di correlazione per i paesi più grandi tende a essere maggiore rispetto a quello dei paesi più piccoli. In particolare, vi è una probabilità più elevata che la Germania presenti una maggiore correlazione con il complesso dell'area rispetto agli altri paesi, dal momento che essa ne determina per quasi un terzo l'evoluzione. Sebbene la correlazione degli andamenti dei singoli paesi con quelli dell'intera area dell'euro rifletta, ovviamente, soltanto in modo impreciso il grado di sincronizzazione reciproca dei singoli paesi dell'area, tuttavia essa può considerarsi una base naturale per un confronto, poiché le decisioni di politica monetaria si fondano sull'evoluzione economica nell'intera area, a cui i singoli paesi possono contribuire in misura differente.

## Riquadro 2

### Metodologia basata sulla depurazione dal trend e sull'analisi delle correlazioni

Le componenti cicliche di una serie sono generalmente definite come le sue deviazioni dal trend. Ai fini di questo esercizio, i trend sono calcolati in base a considerazioni di natura puramente statistica, piuttosto che a partire da una specifica teoria economica; dato il suo ampio impiego nell'ambito dell'economia applicata, al fine di separare, per i singoli indicatori, la tendenza di medio-lungo periodo dalla componente ciclica, è stato utilizzato il filtro di Hodrick-Prescott (HP). Il filtro HP, rappresentabile come media mobile centrata e simmetrica, è dato dalla soluzione del seguente problema di minimizzazione, dove  $Y$  e  $Y^*$  indicano, rispettivamente, il valore effettivo e quello tendenziale:

$$\underset{Y^*}{\text{Min}} = \sum_{t=1}^T (Y_t - Y_t^*)^2 + \lambda \cdot \sum_{t=2}^{T-1} [(Y_{t+1}^* - Y_t^*) - (Y_t^* - Y_{t-1}^*)]^2$$

In sostanza, questo metodo richiede un compromesso tra il requisito dell'aderenza del trend ai dati effettivi (riflesso nel primo termine) e la regolarità del trend (secondo termine). I risultati dipendono dal valore del parametro  $\lambda$ , che di norma varia a seconda della frequenza dei dati analizzati. Poiché le serie dei trend calcolate con i valori solitamente impiegati per  $\lambda$  (14.400 per i dati mensili e 1.600 per quelli trimestrali) tendono a non eliminare completamente la componente ciclica, ai fini di questo esercizio quei valori sono stati incrementati sia per i dati mensili sia per quelli trimestrali. Il filtro è stato applicato ai tassi di crescita degli indicatori esaminati, non solo per ragioni di ordine statistico (il filtro HP è infatti sensibile alla non stazionarietà dei dati), ma anche perché l'interesse economico di questa analisi risiede nei cicli di crescita, piuttosto che nei classici cicli economici, e nell'inflazione, piuttosto che nei livelli dei prezzi.

I coefficienti di correlazione fra le componenti cicliche nei vari paesi sono sensibili al metodo di depurazione dal trend prescelto. Nonostante la molteplicità delle alternative disponibili, in generale tutti i metodi presentano specifiche controindicazioni (ad esempio, il filtro HP risente del cosiddetto problema della distorsione agli estremi del campione, in quanto il valore del trend in ogni dato periodo dipende sia dai i valori ritardati sia da quelli futuri della serie). Le indicazioni di massima desunte da questo esercizio dovrebbero essere

sufficientemente "robuste", nel senso che non dipendono in maniera critica dall'applicazione del filtro HP piuttosto che di altre metodologie di depurazione dal trend, anche se il ricorso a filtri diversi potrebbe determinare una lieve divergenza dei risultati, ivi inclusi quelli relativi alla precisa collocazione temporale e alla durata. I trend, siano essi derivati mediante l'impiego del filtro HP o di altre metodologie, vanno impiegati con particolare cautela in quanto essi sono adeguati per rappresentare una serie regolare e omogenea e non una caratterizzata da brusche e repentine variazioni dovute a discontinuità strutturali.

L'analisi di correlazione viene impiegata per determinare in quale misura le componenti cicliche mostrino movimenti comuni fra i diversi paesi. Un coefficiente di correlazione elevato indica che le fasi cicliche dei diversi paesi tendono ad essere simili. Il grado di sincronizzazione è determinato sulla base delle correlazioni incrociate simultanee, mentre il grado complessivo di similitudine tra i movimenti congiunturali è misurato dal valore più elevato delle correlazioni incrociate tra gli indicatori ritardati e quelli anticipatori. Ciò consente un'analisi piuttosto esauriente. L'evoluzione nel tempo del grado di sincronizzazione viene esaminata confrontando i coefficienti di correlazione incrociata simultanea per periodi adiacenti con quelli relativi a intervalli mobili decennali. Mentre è possibile che da tale analisi emergano indicazioni circa possibili aumenti o diminuzioni del grado di sincronizzazione, non è chiaro se questi vadano attribuiti a una più o meno forte similitudine degli andamenti congiunturali oppure a un mutamento della fase del ciclo, con una conseguente riduzione dell'intervallo (di ritardo o di anticipazione) per il quale si osserva la correlazione più elevata. I segnali di una accresciuta similitudine possono essere pertanto considerati convincenti nel momento in cui la correlazione contemporanea aumenta nel tempo e tende ad uguagliare quella più elevata.

Al fine di condurre l'analisi su un intervallo di tempo più lungo è stato necessario selezionare, per i singoli paesi, serie di dati che coprissero l'intero periodo o unire più serie. Ne consegue che il grado di omogeneità di tali serie è inferiore rispetto a quello dei dati disponibili soltanto per i periodi più recenti. Ad esempio, lo IAPC è disponibile solo per gli anni novanta, pertanto, per i periodi precedenti sono stati utilizzati gli indici nazionali dei prezzi al consumo. Si è inoltre tenuto conto dell'unificazione tedesca applicando i valori relativi ai tassi di crescita della Germania unita alle serie storiche dell'ex Germania occidentale. In alcuni casi è stato necessario modificare la frequenza dei dati oppure utilizzare informazioni di fonte diversa. Infine, sono stati recentemente pubblicati, per molti paesi, i dati sul PIL e sull'occupazione rivisti secondo il nuovo schema statistico SEC 95. Questi nuovi dati potrebbero modificare i risultati dell'analisi, in particolare per quanto riguarda le dinamiche congiunturali e quelle di medio-lungo periodo delineatesi di recente. Tuttavia, la loro disponibilità per un orizzonte temporale relativamente ristretto e la loro limitata confrontabilità con i dati precedenti riducono la possibilità di un loro utilizzo ai fini della presente analisi. Inoltre, è poco probabile che i risultati complessivi per quanto riguarda le correlazioni cicliche subiscano modifiche rilevanti.

## 2 Evidenza empirica sulle divergenze e le analogie negli andamenti economici

### Esame dei principali indicatori economici

In questo articolo vengono confrontati gli andamenti di più lungo periodo e le variazioni cicliche dei principali indicatori economici nei vari paesi, analizzando sia gli andamenti reali sia quelli nominali. I quattro indicatori considerati sono il PIL a prezzi costanti, l'occupazione totale, la produzione industriale e i prezzi al consumo. Questi indicatori, insieme ad altri, svolgono un ruolo importante nella valutazione della situazione economica (l'ampio ventaglio di indicatori considerati dalla BCE nella valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi è stato discusso in un articolo pubblicato nel numero di aprile del Bol-

lettino, intitolato: *Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro*). Per tutti e quattro gli indicatori, le componenti di trend e quelle cicliche vengono ricavate dalle rispettive variazioni sui dodici mesi. Per i tre indicatori dell'attività economica (il PIL a prezzi costanti, l'occupazione totale e la produzione industriale) gli andamenti tendono a essere strettamente correlati. Di conseguenza è probabile che per ogni paese la crescita tendenziale dell'occupazione e quella della produzione industriale si evolvano in linea con quella del PIL a prezzi costanti. Lo stesso vale per le componenti cicliche della crescita. La presenza di andamenti tendenziali strettamente allineati e di "sincronizzazione" dei cicli tra i vari paesi per

una di queste variabili suggerisce pertanto una situazione analoga per le altre. L'inflazione può invece avere, come illustrato in seguito, un'evoluzione più specifica.

Il PIL a prezzi costanti e la produzione industriale costituiscono entrambi misure importanti dell'attività economica. La produzione industriale si riferisce al prodotto del settore economico caratterizzato dalla maggiore sensibilità al ciclo economico; nell'area dell'euro nel suo complesso (e nella maggior parte degli Stati membri) la produzione industriale rappresenta circa un terzo del prodotto totale. Ne deriva che le oscillazioni cicliche della produzione industriale e del PIL a prezzi costanti sono abbastanza strettamente sincronizzate sia nell'area dell'euro che nei singoli paesi. Tuttavia, la quota della produzione industriale sull'attività complessiva è generalmente diminuita negli ultimi decenni. Nel contempo i settori del terziario, che producono prevalentemente servizi non commerciabili internazionalmente, hanno registrato un'espansione rispetto all'industria. Di conseguenza, il grado di corrispondenza fra la tendenza di più lungo periodo del PIL e quella della produzione industriale dipende dalla portata e dalla rapidità del cambiamento strutturale dell'economia, che, a loro volta, dipendono da fattori quali lo stadio di sviluppo economico, il progresso tecnologico e i mutamenti della competitività internazionale. In media, il processo di recupero del divario tra i livelli del reddito pro capite dei vari paesi è stato particolarmente pronunciato in termini di riduzione dei differenziali di produttività nei settori industriali che producono beni commerciabili internazionalmente.

Analogamente, l'andamento dell'occupazione è collegato a quello di breve periodo del prodotto. L'esistenza o meno di una forte relazione fra gli andamenti di più lungo periodo dell'occupazione e del prodotto dipende dalle caratteristiche dei mercati del lavoro e dei beni, e in particolare dal grado relativo di flessibilità. Più specificamente, la flessibilità salariale e gli incentivi e i disincentivi alla ricerca di occupazione e alla creazione di posti di lavoro determinano la misura e la rapidità con cui la crescita del prodotto si traduce in una crescita dell'occupazione. Più numerose sono le rigidità, maggiore è la probabilità che un'accelerazione della crescita generi un aumento dell'occupazio-

ne soltanto con notevoli ritardi. Di conseguenza, anche se i paesi subiscono gli stessi shock al prodotto, con una conseguente maggiore sincronizzazione dei corrispondenti andamenti ciclici, saranno le loro caratteristiche strutturali a determinare in che misura ciò darà luogo ad andamenti sincronizzati anche dell'occupazione.

### **Crescita del PIL a prezzi costanti**

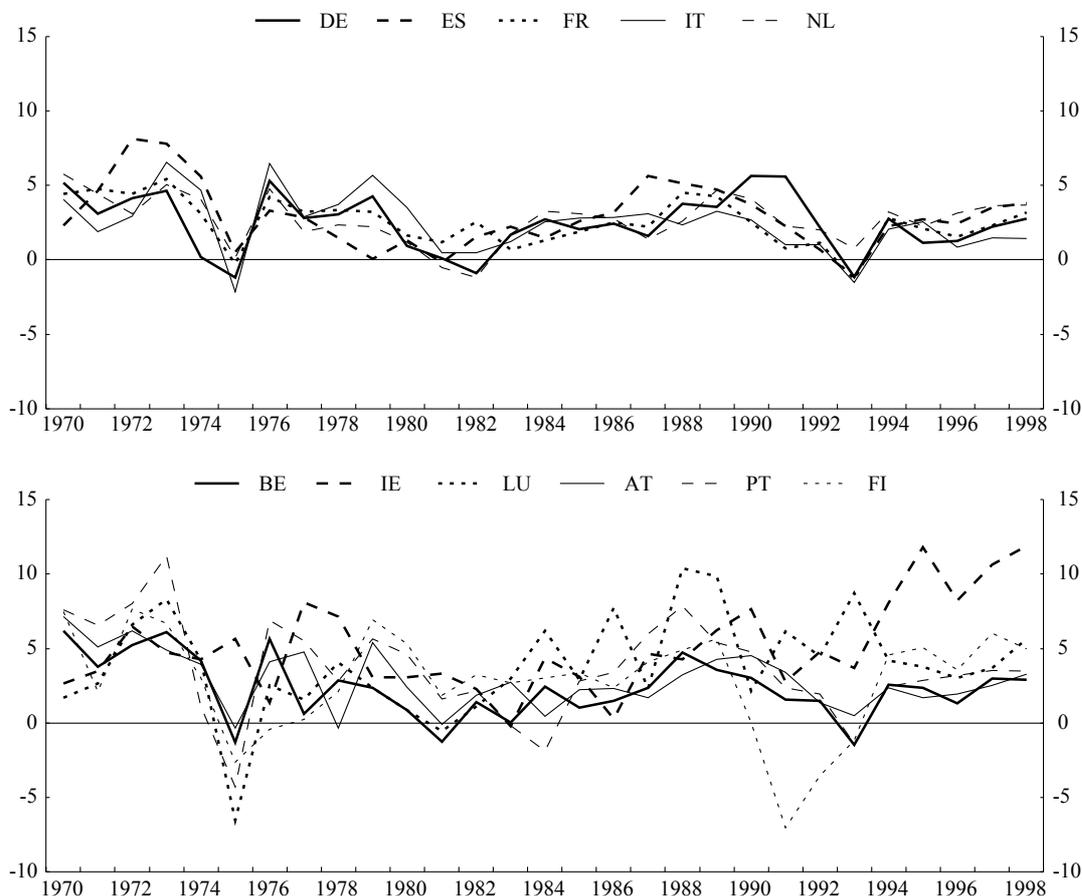
Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, dall'inizio degli anni settanta la crescita del PIL a prezzi costanti è stata caratterizzata da tre principali cicli economici. I punti di minimo di tali cicli si sono registrati verso la metà degli anni settanta, all'inizio degli anni ottanta e nei primi anni novanta, con qualche differenza fra i paesi per quanto riguarda i tempi esatti (cfr. figura 1). L'andamento economico durante la recessione della metà degli anni settanta è stato strettamente allineato nei diversi paesi, mentre i tassi di crescita nel periodo seguente sono risultati, per alcuni di essi, più differenziati. In particolare, il periodo di ripresa economica successivo alla recessione dell'inizio degli anni ottanta è stato diverso nei vari paesi. Mentre in parecchi casi (in particolare in quello dell'Irlanda) i tassi di crescita sui dodici mesi sono rimasti nettamente positivi anche durante il periodo di debolezza congiunturale all'inizio degli anni novanta, la Finlandia ha attraversato una recessione molto intensa e prolungata. In generale, gli andamenti economici di vari paesi nel corso degli anni novanta appaiono caratterizzati da un'evoluzione significativamente diversa da quella registrata dall'area dell'euro nel suo complesso.

In termini di trend, la crescita è stata caratterizzata da una notevole convergenza nel periodo precedente il primo shock petrolifero. Nella prima metà degli anni settanta, i tassi di crescita tendenziale si sono generalmente collocati fra il 3 e il 4 per cento (cfr. tavola 1). In seguito, hanno subito una generale riduzione, scendendo negli anni ottanta intorno al 2-2,5 per cento nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. Negli anni novanta, tuttavia, si è registrato un certo aumento della divergenza fra i tassi di crescita. Mentre i grandi shock della produttività comuni a tutti i paesi – come quelli petroliferi – tendono a determinare un andamento simile della crescita ten-

## Figura 1

### Crescita del PIL a prezzi costanti nei paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali; dati annuali)



Fonte: elaborazioni BCE.

denziale, in assenza di tali shock possono acquisire maggiore risalto altri fattori. Le differenze possono dunque riflettere più chiaramente la misura in cui i paesi relativamente "più poveri" stanno ancora recuperando il divario rispetto a quelli "più ricchi", o la portata della ripresa dei singoli paesi dalla loro ultima recessione. In taluni paesi una crescita tendenziale più lenta ha reso evidente la necessità di riforme strutturali per promuovere la crescita a più lungo termine. Alcuni dati empirici mostrano che i paesi che hanno intrapreso per primi e con maggior decisione il cammino delle riforme hanno visto un forte rialzo della loro crescita tendenziale rispetto agli altri paesi. Ciò spiega parte delle divergenze. Ai paesi che hanno registrato negli ultimi tempi una crescita più rapida, in particolare Irlanda, Lussemburgo, Finlandia e Paesi Bassi, si devono per la maggior parte le differenze recenti nei tassi di

crescita tendenziale. Nel caso dell'Irlanda ciò è spiegato in parte dal continuo processo di recupero del divario rispetto agli altri paesi. In Italia, al contrario, la crescita tendenziale stimata ha subito un calo negli anni novanta. Ciò sembra riflettere un andamento osservato dagli anni settanta in poi. In Germania, tenendo conto dell'effetto della riunificazione, che ha temporaneamente sospinto il tasso di crescita all'inizio degli anni novanta, la crescita tendenziale appare pressoché invariata rispetto agli anni ottanta. Per quanto riguarda gli altri paesi, in Spagna, Francia, Austria e Portogallo il trend recente del prodotto appare in linea con quello osservato verso la fine degli anni ottanta, indicando che non vi sono stati mutamenti significativi nello scorso decennio. In Belgio la crescita tendenziale ha avuto una ripresa rispetto ai livelli relativamente bassi degli anni ottanta.

## Tavola I

### Tassi di crescita tendenziali nei paesi dell'area dell'euro

(medie delle variazioni percentuali annue)

	1971-1975	1976-1980	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1994-1998
<b>Area dell'euro</b>	3,7	2,7	2,3	2,5	2,4	2,3
Belgio	3,7	2,3	1,6	1,8	2,0	2,2
Germania	3,1	2,3	2,1	2,5	2,4	2,2
Spagna	4,3	2,6	2,2	2,6	2,6	2,7
Francia	3,8	2,8	2,2	2,1	1,9	2,0
Irlanda	4,6	3,9	3,3	4,2	6,9	9,2
Italia	3,9	3,1	2,5	2,1	1,5	1,3
Lussemburgo	3,0	2,5	3,6	5,1	5,3	5,0
Paesi Bassi	3,8	2,4	1,9	2,3	2,8	3,1
Austria	4,1	2,9	2,3	2,4	2,4	2,4
Portogallo	5,2	3,7	3,0	3,1	2,9	2,9
Finlandia	3,7	3,0	2,6	2,0	2,1	3,2

Fonte: elaborazioni BCE.

Per quanto riguarda la sincronizzazione degli andamenti ciclici di più breve periodo della crescita del PIL, il grado di analogia appare maggiore rispetto a quello riscontrato per i trend. Questa valutazione preliminare è il frutto di un esame della correlazione delle componenti cicliche della crescita del PIL nei singoli paesi con quella misurata per l'area dell'euro nel suo complesso. Per i paesi più grandi, in media, tale correlazione è stata superiore a 0,5 e ha oscillato in prossimità di 0,7 e 0,8 per la maggior parte del periodo considerato (cfr. la metà superiore della figura 2). Questo vale in particolare per la Germania e la Francia. Un minor grado di correlazione si osserva nella prima metà degli anni settanta per l'Italia e i Paesi Bassi, con un aumento costante, tuttavia, nella seconda metà del decennio, fino a raggiungere sostanzialmente i risultati di Germania e Francia. Per la Spagna il coefficiente di correlazione è sceso nel corso degli anni ottanta da circa 0,6 a livelli prossimi allo zero. La fine degli anni ottanta è stata caratterizzata da un generale aumento della sincronizzazione dei singoli paesi con l'area, che si è riflesso in una crescita dei coefficienti di correlazione fino a un valore medio superiore a 0,8. A tale incremento ha fatto seguito un calo all'inizio degli anni novanta. Il fatto che il coefficiente di correlazione sia calato meno in Germania, ma sia sceso in misura simile negli altri principali paesi, indica che è stata la Germania ad avere un andamento difforme rispetto agli altri paesi, pur restando maggiormente sincronizzata con l'area per il suo peso all'interno

di essa. Verso la metà degli anni novanta si è registrato un generale rimbalzo dei coefficienti di correlazione, su livelli attorno allo 0,7 e ancora più elevati nel caso della Germania. Mentre in media i coefficienti di correlazione non sono completamente ritornati ai picchi registrati all'inizio e alla fine degli anni ottanta, la dispersione dei coefficienti di correlazione è calata rispetto a quei periodi. In particolare, la sincronizzazione dell'andamento ciclico del PIL fra la Spagna e l'intera area dell'euro costituisce un fenomeno più recente. L'Italia ha invece registrato il più basso aumento della sincronizzazione, misurata dai coefficienti di correlazione, collocandosi negli ultimi anni sui livelli più bassi fra i grandi paesi.

L'evidenza di un grado di sincronizzazione elevato con gli andamenti del PIL dell'area dell'euro è meno chiara per i paesi più piccoli (cfr. la parte inferiore della figura 2). A causa del loro minore peso sul totale, gli andamenti di tali paesi incidono soltanto in misura limitata sull'area nel suo complesso. Il Belgio e l'Austria hanno seguito in larga misura l'evoluzione descritta in precedenza per i paesi più grandi. In particolare, il Belgio ha mostrato costantemente un'elevata sincronizzazione con gli andamenti dell'area; il coefficiente di correlazione ha registrato per lo più valori superiori a 0,8, con un calo all'inizio degli anni novanta inferiore a quello osservato nella maggior parte dei paesi più grandi. Nel complesso, per il Belgio il livello e l'evoluzione della correlazione sono analoghi a quelli rilevati per la Germania,

indicando una elevata sincronizzazione nell'andamento ciclico del PIL dei due paesi. Una conclusione simile si può trarre per l'Austria, che negli anni novanta fa registrare un'elevata correlazione, superiore a 0,8, con gli andamenti dell'area dell'euro, con un calo comparativamente modesto all'inizio del decennio. Tuttavia, nei periodi precedenti il grado di sincronizzazione dell'Austria era stato leggermente inferiore rispetto a quello del Belgio e della maggior parte dei paesi più grandi. In Portogallo si è verificato nel complesso un aumento della sincronizzazione: il coefficiente di correlazione ha registrato un incremento costante, passando da valori negativi all'inizio degli anni settanta a livelli superiori a 0,8 all'inizio degli anni ottanta; esso ha in seguito registrato un calo, mantenendosi intorno a 0,5 nella seconda metà degli anni ottanta per poi tornare a 0,7 verso la metà degli anni novanta.

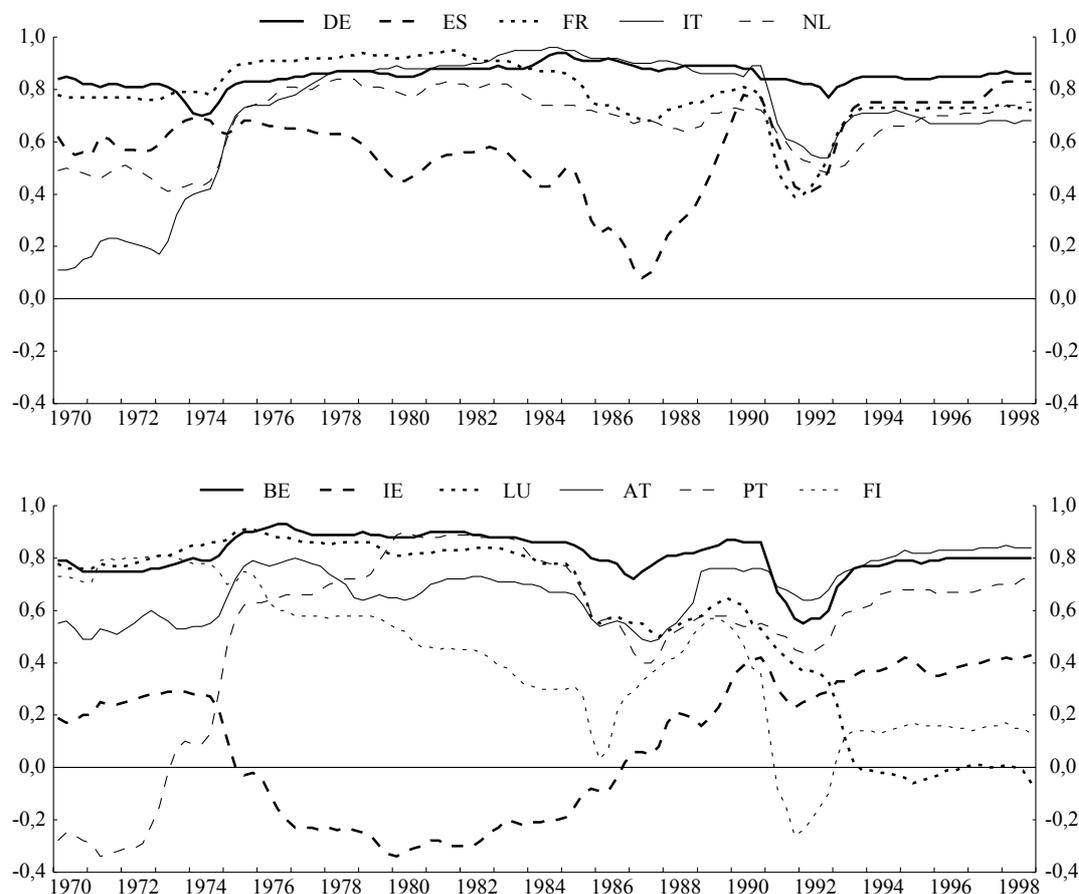
Rispetto ai paesi citati in precedenza, i tre Stati membri più piccoli (Irlanda, Lussemburgo e Finlandia) hanno registrato tutti un grado di sincronizzazione notevolmente più basso negli anni novanta. I rispettivi coefficienti di correlazione sono generalmente inferiori a 0,5. Sebbene ciò rappresenti un incremento rispetto al passato nel caso dell'Irlanda, la sincronizzazione fra la componente ciclica della crescita del PIL di Lussemburgo e Finlandia e quella dell'intera area dell'euro risulta invece diminuita rispetto agli anni settanta e ai primi anni ottanta.

Nel complesso, per un considerevole gruppo di paesi la correlazione degli andamenti ciclici del PIL con quelli dell'intera area dell'euro appare relativamente elevata, in particolare nel periodo più recente. L'Irlanda, il Lussemburgo e la Finlandia

## Figura 2

### Correlazione tra l'andamento ciclico della crescita del PIL nell'area dell'euro e quello dei paesi che la compongono

(coefficienti di correlazione calcolati su periodi decennali mobili; dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni BCE.

sembrano fare eccezione. Per spiegare l'entità della sincronizzazione, un fattore importante è rappresentato dai grandi shock petroliferi che hanno colpito tutti i paesi in maniera relativamente simile, determinando, al momento in cui si sono verificati, andamenti ciclici più o meno comuni. A riprova di ciò, fino ai primi anni settanta le massime correlazioni negli andamenti ciclici dei diversi paesi dell'area dell'euro si registravano con sfasamenti temporali di varia lunghezza, mentre la correlazione contemporanea ha in generale raggiunto i livelli più elevati dopo gli shock. Il grado di sincronizzazione complessiva, leggermente inferiore degli anni novanta, riflette soprattutto una certa diminuzione di quella fra i tre paesi più grandi: Germania, Francia e Italia. La riunificazione tedesca è probabilmente un fattore importante per spiegare questo fenomeno, che potrebbe pertanto essere temporaneo e non riflettere appieno l'evoluzione di fondo della sincronizzazione. In effetti, considerando il periodo dal 1994 sembra che il ciclo tedesco sia tornato a una maggiore sincronizzazione con quello degli altri paesi e che la sincronizzazione complessiva stia riportandosi sui livelli registrati nella seconda metà degli anni settanta, nel periodo compreso fra gli shock petroliferi. Poiché questi ultimi hanno avuto carattere sistemico, mentre l'impatto della riunificazione tedesca è stato asimmetrico, il livello di sincronizzazione osservato di recente potrebbe indicare il ritorno a relazioni più normali. L'Italia sembra tuttavia essere diventata meno sincronizzata con l'area dell'euro nel suo complesso, in parte a causa del deprezzamento reale della lira dopo l'instabilità valutaria a cavallo fra il 1992 e il 1993 e delle misure che si sono successivamente rese necessarie per contenere le pressioni inflazionistiche interne e ridurre il disavanzo pubblico.

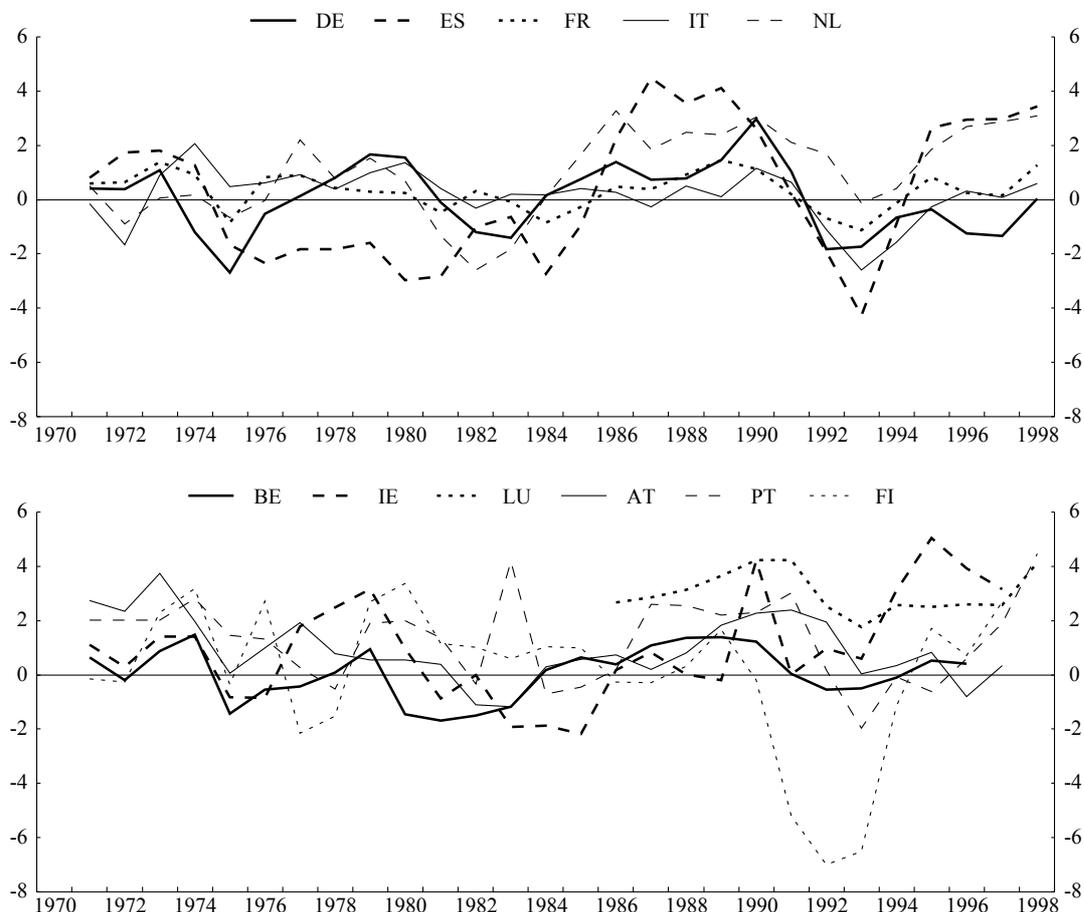
### **Crescita dell'occupazione totale**

Come nel caso del PIL, anche i tassi di crescita dell'occupazione totale sono stati caratterizzati nel periodo recente da una maggiore divergenza. Tuttavia, il fenomeno deriva anche dai diversi risultati conseguiti dai paesi più grandi, anziché essere principalmente dovuto a quelli più piccoli (cfr. figura 3).

Per quanto riguarda i trend di crescita, i tassi si sono collocati fra lo 0 e l'1 per cento nella mag-

gior parte dei paesi negli anni settanta e ottanta, differenziandosi maggiormente negli anni novanta. In media, la crescita tendenziale dei paesi più piccoli si è discostata da quella dei paesi più grandi per la maggior parte del periodo in esame. Tuttavia, nello scorso decennio sono emerse alcune divergenze anche fra le tendenze dei paesi più grandi, riflettendo forse il fatto che alcuni paesi hanno avviato con successo riforme strutturali, mentre altri devono ancora intraprendere le misure necessarie per ridurre le rigidità del mercato del lavoro. Questa interpretazione sarebbe sostanzialmente in linea con le valutazioni delle organizzazioni internazionali sui progressi delle riforme strutturali nell'area dell'euro, secondo cui in numerosi paesi i risultati deludenti sul versante dell'occupazione evidenzerebbero la necessità di maggiore flessibilità del mercato del lavoro.

Considerando l'evoluzione della sincronizzazione dagli anni settanta, una serie di paesi dell'area dell'euro ha registrato andamenti ciclici altamente correlati con quelli dell'intera area. In media, la sincronizzazione è stata lievemente più elevata per l'occupazione che per il PIL. Più precisamente, negli anni novanta si è assistito a una chiara tendenza alla stabilizzazione e a una minore dispersione dei coefficienti di correlazione tra l'andamento ciclico della crescita dell'occupazione totale nei singoli paesi e quello dell'area dell'euro. Questa tendenza è particolarmente evidente per i cinque paesi più grandi (cfr. la metà superiore della figura 4). Per questo gruppo di paesi, i coefficienti di correlazione si sono mantenuti entro una banda ristretta, fra circa 0,8 e 0,9, dalla metà degli anni novanta, mentre avevano oscillato fra 0,5 e 0,8 all'inizio del periodo considerato e fra 0,2 e 0,9 a metà degli anni ottanta. In Germania, la componente ciclica della crescita dell'occupazione è rimasta per tutto il periodo fortemente correlata con quella dell'intera area dell'euro, in parte a causa del suo elevato peso sull'occupazione complessiva dell'area. Tuttavia, alla fine del periodo i coefficienti di correlazione tedeschi sono risultati leggermente inferiori a quelli degli altri quattro paesi considerati, in particolare la Francia, dove la correlazione è superiore a 0,9 all'incirca dal 1993. In questo gruppo di paesi, il mutamento più significativo del grado di sincronizzazione

**Figura 3****Crescita dell'occupazione nei paesi dell'area dell'euro***(variazioni percentuali; dati annuali)**Fonte: elaborazioni BCE.*

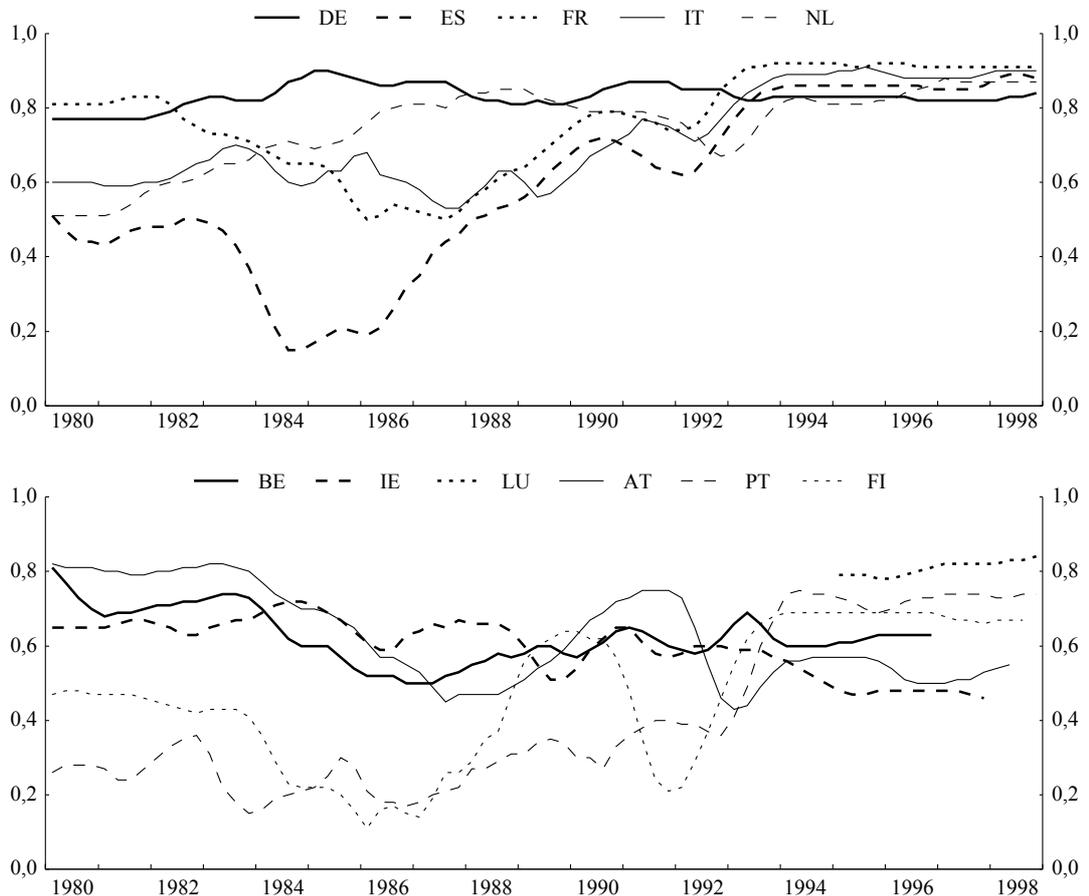
è avvenuto in Spagna, dove l'andamento ciclico dell'occupazione, quasi del tutto non correlato con quello dell'intera area dell'euro a metà degli anni ottanta, ha mostrato da allora una continua crescita della sincronizzazione. A metà degli anni novanta il coefficiente di correlazione era già ben allineato con quello degli altri quattro maggiori paesi.

La tendenza a una evoluzione più stabile della sincronizzazione con l'area dell'euro nel suo complesso e a minori differenze fra paesi è evidente, seppure in misura inferiore, anche per i paesi più piccoli (cfr. la parte inferiore della figura 4). Ciò vale in particolare per il Portogallo e la Finlandia. In questi paesi la variazione del grado di sincronizzazione, che si è riflessa nell'incremento del coefficiente di correlazione da un livello medio inferiore a 0,5, è stata particolarmente intensa

alla fine degli anni ottanta. Viceversa, in Irlanda e in Austria i coefficienti di correlazione hanno subito una certa diminuzione nel corso degli anni novanta. In Belgio la correlazione delle componenti cicliche della crescita dell'occupazione con quelle dell'intera area dell'euro si è mantenuta pressoché stabile intorno a 0,6, dopo essere diminuita da un livello di 0,8 registrato durante la prima metà degli anni ottanta.

**Crescita della produzione industriale**

Sebbene l'andamento tendenziale e quello ciclico osservati per il PIL complessivo coincidano in parte con quelli della produzione industriale, vi sono anche differenze, probabilmente imputabili al mutamento della composizione settoriale e alla maggiore esposizione internazionale, entrambi tipici del settore industriale nelle economie sviluppate.

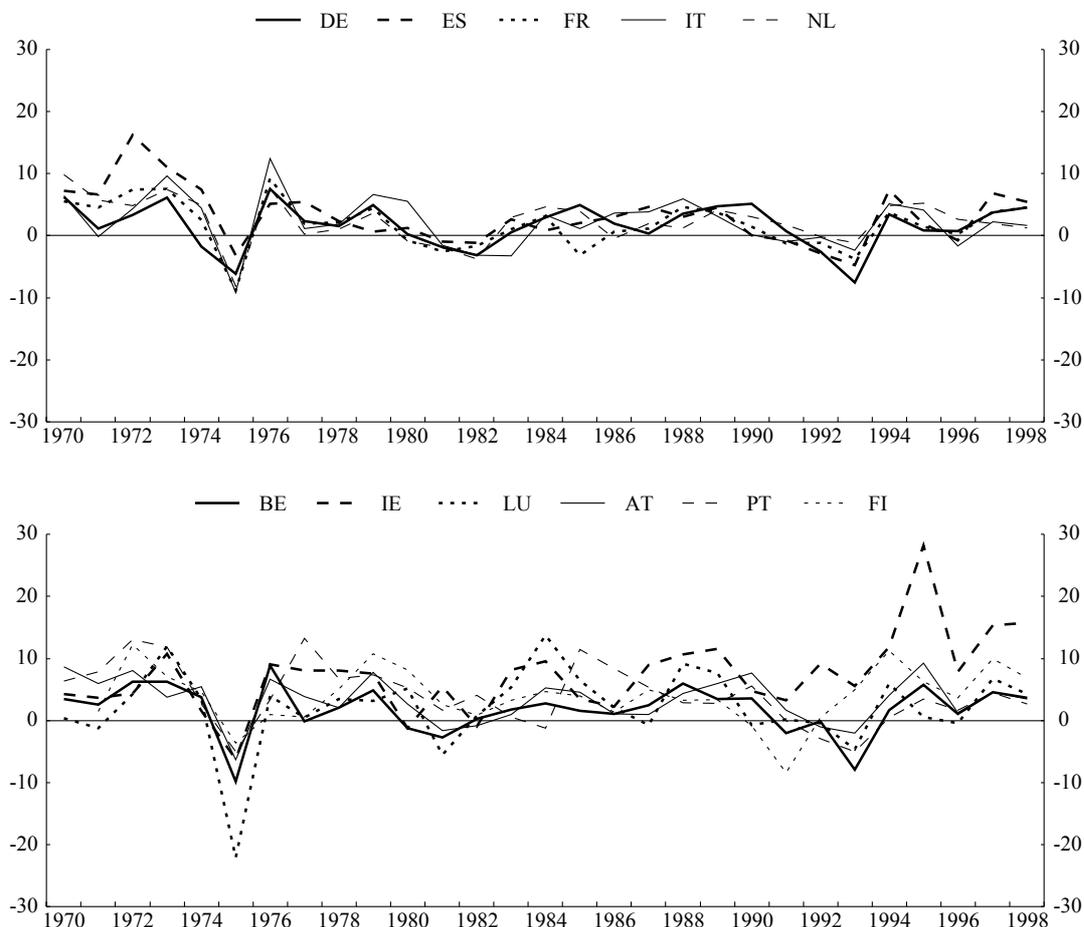
**Figura 4****Correlazione tra l'andamento ciclico della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro e quello dei paesi che la compongono***(coefficienti di correlazione calcolati su periodi decennali mobili; dati trimestrali)*

Fonte: elaborazioni BCE.

Dagli anni settanta la crescita tendenziale della produzione industriale ha subito in media un rallentamento in tutti i paesi e tende ad essere leggermente più bassa rispetto a quella del PIL. Ciò riflette il processo secolare di mutamento strutturale verso un'economia sempre più incentrata sui servizi. Come nel caso del PIL a prezzi costanti, i tassi di crescita si sono diversificati negli anni novanta, dopo una generale convergenza negli anni ottanta (cfr. figura 5). In particolare, nei quattro paesi più grandi (Germania, Spagna, Francia e Italia) si era registrata una convergenza su tassi di crescita tendenziali pressoché uniformi all'inizio degli anni ottanta, in concomitanza con il secondo shock petrolifero. Nei paesi più piccoli, nei quali in quel periodo era perdurato un certo grado di divergenza, si può invece osservare una certa convergenza della crescita tendenziale all'inizio

degli anni novanta. Più recentemente, l'Irlanda e la Finlandia hanno entrambe registrato tassi di crescita tendenziali considerevolmente più alti rispetto a quelli della maggior parte dei paesi dell'area. L'Italia, che aveva subito un minor calo della crescita della produzione in concomitanza con il rallentamento economico generale dell'inizio degli anni novanta, è stata caratterizzata da una ripresa più lenta a metà del decennio; ne è risultata negli anni recenti una certa divergenza, che si manifesta in una crescita tendenziale inferiore a quella di altri paesi.

Per quanto riguarda gli andamenti ciclici della crescita della produzione industriale, l'evidenza indica, nel complesso, che la sincronizzazione è diminuita, anziché aumentare, dall'inizio degli anni ottanta. Ciò è dovuto sia a una minore sincro-

**Figura 5****Crescita della produzione industriale nei paesi dell'area dell'euro***(variazioni percentuali; dati annuali)**Fonte: elaborazioni BCE.*

nizzazione nella seconda metà del decennio, sia al fatto che il precedente grado di sincronizzazione non è stato più eguagliato negli anni novanta. Fra i paesi più grandi, soltanto in Germania e in Francia la sincronizzazione delle componenti cicliche della crescita della produzione industriale con quelle dell'area è stata allo stesso tempo elevata e pressoché stabile (cfr. la metà superiore della figura 6). Il coefficiente di correlazione si è mantenuto in media fra 0,8 e 0,9 nel periodo in esame, con una fase di correlazione temporaneamente inferiore fra la metà degli anni ottanta e la metà degli anni novanta. La sincronizzazione dell'Italia con l'area nel suo complesso ha mostrato un'evoluzione simile fino ai primi anni novanta, per poi diminuire: il coefficiente di correlazione è sceso gradualmente negli ultimi anni e alla fine del periodo considerato era il

più basso fra i paesi più grandi. In Spagna e, in misura minore, nei Paesi Bassi, la correlazione della produzione industriale con quella dell'intera area dell'euro è aumentata nel corso degli anni novanta dal livello relativamente basso, intorno a 0,4, della fine degli anni ottanta. Nel caso della Spagna ciò riflette un grado più elevato di sincronizzazione con la Francia e la Germania nell'ultimo periodo. Per i Paesi Bassi corrisponde invece a un grado di sincronizzazione con l'intera area dell'euro significativamente più basso rispetto a quello dei primi anni ottanta, quando i coefficienti di correlazione erano comparabili a quelli dei tre paesi più grandi: la Germania, la Francia e l'Italia.

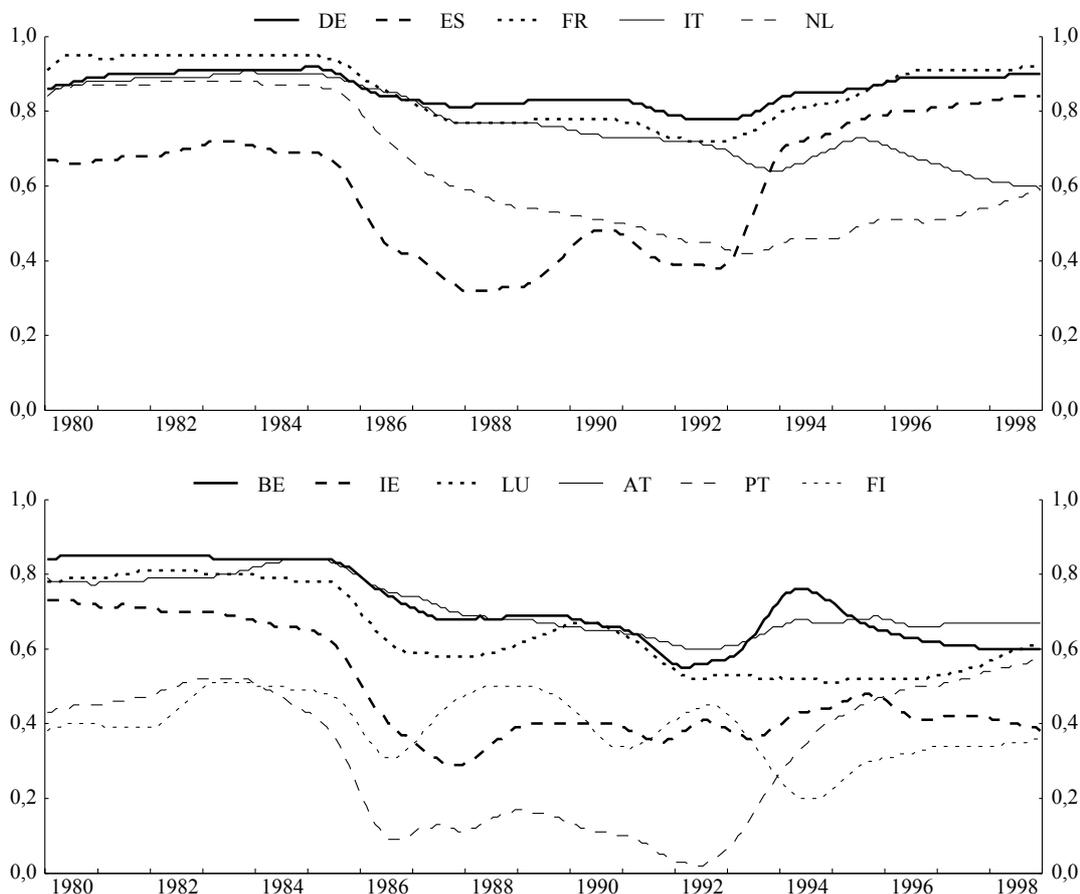
L'evoluzione della sincronizzazione per i paesi più piccoli ricalca in parte quella osservata per i paesi

maggiori (cfr. la metà inferiore della figura 6). In particolare, i coefficienti di correlazione di Belgio e Austria si sono mantenuti pressoché stabili nel periodo considerato, con una diminuzione da circa 0,8 a circa 0,6 tra l'inizio e la fine del periodo. L'evoluzione per il Lussemburgo è analoga, ma all'inizio degli anni novanta la correlazione era inferiore e soltanto di recente è tornata su livelli comparabili con quelli dell'Austria e del Belgio. Nel complesso, per i paesi citati, i coefficienti di correlazione sono rimasti ben al di sopra di 0,5. Ciò non è accaduto, tuttavia, per Irlanda, Portogallo e Finlandia. In particolare, il Portogallo ha mostrato un basso grado di sincronizzazione con l'intera area dell'euro fra la metà degli anni ottanta e i primi anni novanta, ma da allora ha registrato un costante incremento, fino a livelli di correlazione pari a 0,6. Nel caso della Finlandia, la correlazione si è mantenuta intorno a 0,4, sen-

za una chiara tendenza al rialzo o al ribasso nel periodo considerato. Lo stesso vale per l'Irlanda, anche se le variazioni del coefficiente di correlazione sono meno pronunciate e la sincronizzazione è stata notevolmente più alta nella prima metà degli anni ottanta. Salvo che per la Finlandia e l'Irlanda, l'andamento della produzione nei paesi più piccoli sembra abbastanza ben sincronizzato con quello di singoli grandi paesi ad essi vicini, ma non necessariamente con quello di altri Stati membri. Ciò può essere spiegato in parte da specifici comportamenti di offerta fra le industrie produttrici di beni intermedi in un paese e le industrie produttrici di beni finali negli altri paesi. A giudicare, ad esempio, dai coefficienti di correlazione bilaterali, qui non riportati, il Lussemburgo sembra aver registrato un andamento abbastanza ben sincronizzato con la Francia, ma non con la Germania, mentre l'Austria e il Portogallo hanno avuto

**Figura 6**  
**Correlazione tra l'andamento ciclico della crescita della produzione industriale nell'area dell'euro e quello dei paesi che la compongono**

(coefficienti di correlazione calcolati su periodi decennali mobili; dati trimestrali)



Fonte: elaborazione BCE.

un andamento abbastanza ben sincronizzato con la Germania ma non con la Francia.

Nel complesso, per la maggior parte del periodo in esame, la maggioranza dei paesi ha mantenuto un grado di sincronizzazione con l'intera area dell'euro, misurato dai coefficienti di correlazione, relativamente elevato e pressoché uguale a quello relativo all'andamento del PIL. Gli effetti negativi su vasta scala esercitati sulla produzione dall'aumento dei prezzi del petrolio hanno probabilmente uniformato l'andamento ciclico dell'industria molto più che quello dei servizi e quindi del PIL complessivo. Ciò denota una sincronizzazione "spuria" dell'andamento ciclico della produzione negli anni settanta e all'inizio degli anni ottanta, che non ci si sarebbe attesa in assenza di tali shock. Ciò può contribuire a spiegare il minor aumento del grado di sincronizzazione negli anni novanta rispetto a quello registrato dall'andamento del PIL. Tuttavia, il livello di sincronizzazione ciclica è di nuovo aumentato negli anni novanta in conseguenza del fatto che all'inizio del decennio le recessioni sono avvenute in tempi pressoché analoghi.

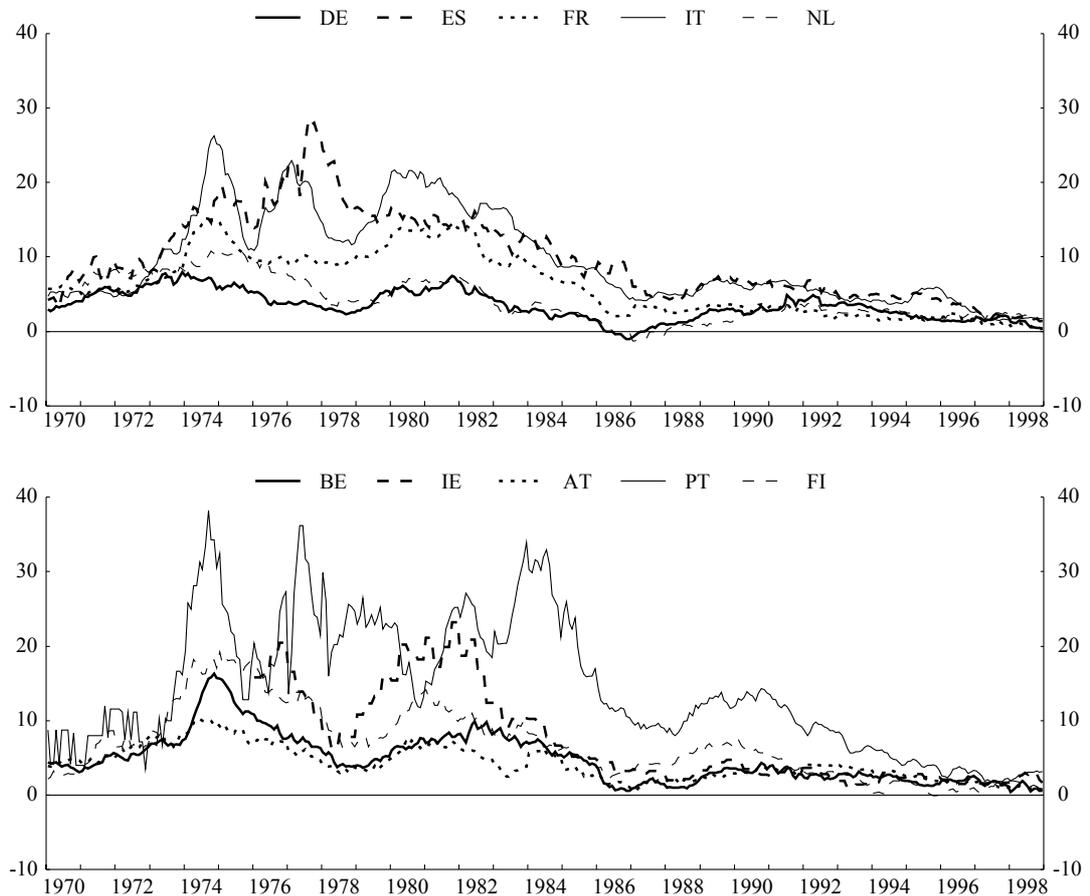
### **Aumenti dei prezzi al consumo**

Riflettendo i criteri di convergenza sanciti dal Trattato che istituisce la Comunità europea e l'attuazione di politiche monetarie coerenti prima dell'avvio dell'Unione monetaria, gli aumenti dei prezzi al consumo nei paesi dell'area dell'euro hanno registrato una sostanziale convergenza su livelli contenuti, in linea con la definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema. Alla fine del 1998 l'inflazione in tutti gli Stati membri era prossima o inferiore al 2 per cento. In un raffronto con i decenni precedenti, la convergenza conseguita alla fine degli anni novanta mostra che in numerosi paesi dell'area dell'euro è stato portato a compimento con successo un processo di lungo periodo volto al raggiungimento della stabilità dei prezzi (cfr. figura 7). Le differenze che ancora rimangono possono essere in parte collegate alle diverse dinamiche di lungo periodo della produttività e, quindi, riflettere anche il processo di recupero del divario.

In assenza di una relazione stabile fra l'evoluzione del prodotto e l'inflazione negli ultimi decen-

ni, gli andamenti dei prezzi al consumo tendono a seguire un comportamento più indipendente. Per quanto concerne gli andamenti di lungo periodo degli aumenti dei prezzi al consumo, è possibile attendersi una certa differenziazione fra paesi per effetto del processo di recupero del divario cui si è fatto cenno. Mentre i paesi che si sviluppano partendo da livelli di produttività più bassi tendono ad avere un livello generale dei prezzi inferiore, i diversi ritmi di crescita della produttività registrati durante la fase di recupero possono dare luogo a un maggiore aumento complessivo dei prezzi nei paesi in più rapida espansione. Poiché i prezzi dei beni (industriali) commerciabili internazionalmente vengono in gran parte determinati sui mercati internazionali, il fenomeno appena descritto dipende prevalentemente dal ritmo di incremento dei prezzi dei beni non commerciabili internazionalmente e dei servizi durante il processo di recupero. A tale riguardo, l'assottigliarsi dei differenziali di produttività è particolarmente evidente nei comparti industriali, ma i concomitanti forti rialzi salariali in questi stessi settori possono trasmettersi a quelli dei servizi, più al riparo dalla concorrenza. Le differenze negli andamenti di lungo periodo dei prezzi al consumo dipendono anche dalla politica monetaria – il cui orientamento di lungo periodo determina la tendenza dell'inflazione – e dal regime dei cambi in vigore in ogni dato momento. In molti paesi, ad esempio, i legami di fatto fra i rispettivi tassi di cambio e il marco tedesco hanno fornito un'ancora per gli andamenti dei prezzi nell'ultimo decennio (e, in alcuni casi, anche più a lungo).

L'andamento tendenziale della crescita dei prezzi al consumo agli inizi degli anni settanta e negli anni novanta risulta inferiore rispetto a quello del periodo intermedio. Per il periodo nel suo insieme, il trend dell'inflazione ha registrato valori minimi in Germania, Austria e Paesi Bassi. In questi paesi, in particolare, è stato più contenuto che in altri l'aumento dell'inflazione tendenziale negli anni settanta e ottanta. Durante gli anni settanta, infatti, si è infatti registrata per questa variabile una significativa divergenza, in gran parte in conseguenza degli shock petroliferi del 1973 e del 1979, tanto che alla fine del decennio essa variava da livelli inferiori al 5 a ben oltre il 20 per cento. Dagli anni ottanta si è manifestata una

**Figura 7****Variazione dei prezzi al consumo nei paesi dell'area dell'euro***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)*

Fonte: elaborazioni BCE.

tendenza generale verso una diminuzione dell'inflazione, particolarmente evidente nelle economie che avevano registrato i livelli più alti, anche se questo processo si è svolto con ritmi diversi nei vari paesi. Nel corso del decennio l'inflazione tendenziale è scesa al di sotto del 5 per cento in numerosi paesi, fra cui la Germania e la Francia. Negli anni novanta le politiche fiscali espansive e l'eccessiva crescita salariale risultante dall'unificazione tedesca hanno portato a una temporanea accelerazione dell'inflazione tendenziale, sebbene a livelli inferiori rispetto a quelli osservati nei decenni precedenti. Il fenomeno si è esteso ad alcune economie più piccole vicine ma non ha influito sugli altri paesi.

Come gli andamenti di lungo periodo, anche le componenti cicliche dell'evoluzione dei prezzi al consumo possono risentire dell'orientamento e

dei cambiamenti della politica monetaria, e mostrare pertanto dinamiche più simili. Tuttavia, dato che l'intensità delle fluttuazioni e delle variazioni dell'inflazione tendono ad aumentare con il livello dell'inflazione stessa, quest'ultimo può essere un fattore importante nel determinare in che misura si manifesta un andamento ciclico comune nei diversi paesi. Mentre la componente ciclica dell'inflazione al consumo è, di norma, più chiaramente distinguibile nelle fasi caratterizzate da tassi relativamente alti, essa può divenire esigua in presenza di una crescita dei prezzi al consumo sufficientemente contenuta da essere coerente con la stabilità dei prezzi, come avviene attualmente in Europa. In questo caso è possibile che fattori di carattere temporaneo e specifico di un paese abbiano un effetto preponderante, rendendo ancora più difficile distinguere i movimenti congiunturali dalle componenti puramente di "rumore"

provocate da una molteplicità di disturbi minori al livello dei prezzi (quali modifiche delle imposte indirette, il diverso andamento stagionale, misure di liberalizzazione, variazioni dei prezzi amministrati ed effetti asimmetrici risultanti dalla diversa composizione del paniere di beni di consumo e di servizi).

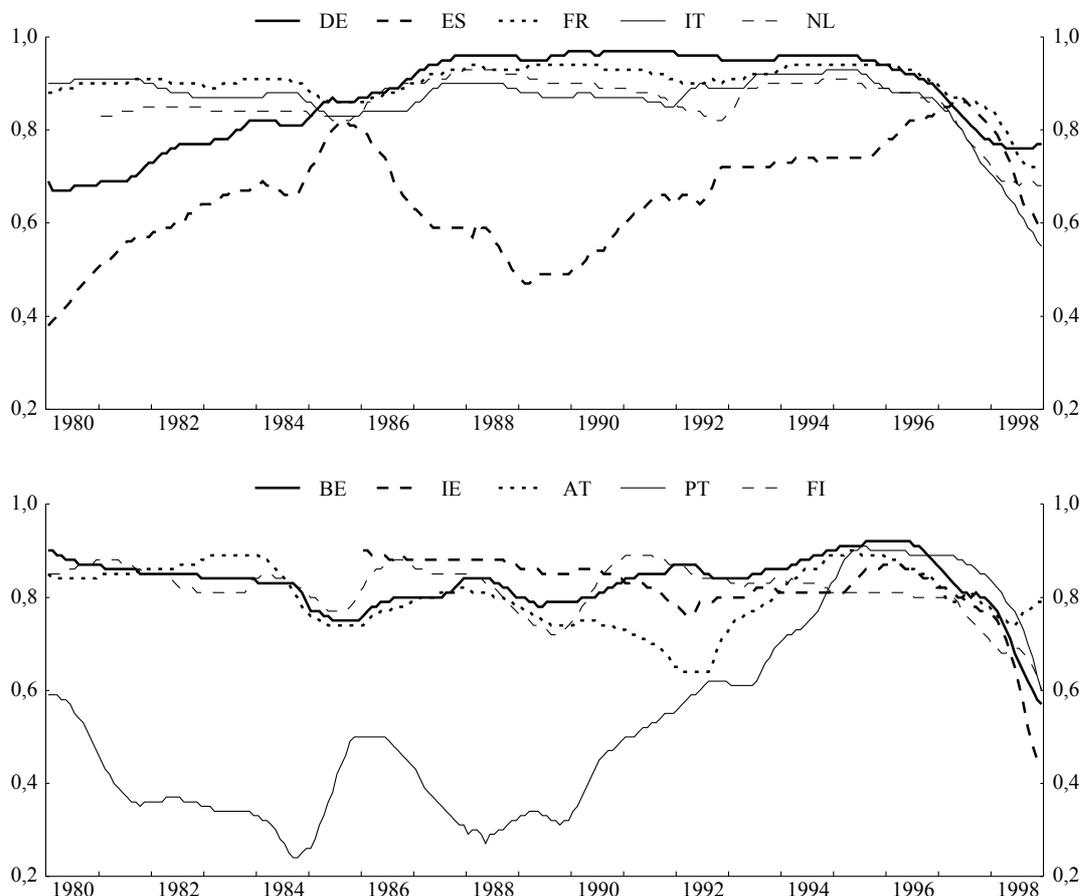
Per i paesi più grandi dell'area dell'euro, la sincronizzazione della componente ciclica degli andamenti dei prezzi con quella misurata per l'insieme dell'area è stata caratterizzata da coefficienti di correlazione relativamente elevati, compresi tra 0,8 e 0,9 durante la prima metà degli anni ottanta (cfr. la parte superiore della figura 8). Mentre i coefficienti di Francia, Italia e Paesi Bassi si sono mantenuti relativamente stabili su questi valori, nello stesso periodo quelli

della Germania e della Spagna sono saliti a livelli analoghi, rispettivamente dallo 0,7 e da un valore appena inferiore allo 0,4. Durante la seconda metà degli anni ottanta il grado di correlazione con l'area dell'euro nel suo insieme è ulteriormente aumentato in Germania, fino a un valore di poco inferiore a 1,0, mentre è ridisceso al di sotto dello 0,5 in Spagna. Nella prima metà degli anni novanta i coefficienti si sono mantenuti alti, attorno a 0,9, in Germania, Francia, Italia e Paesi Bassi, mentre sono gradualmente tornati a salire in Spagna. In quest'ultima l'aumento del livello di sincronizzazione si è protratto fino agli inizi del 1997, mentre nelle altre principali economie esso è diminuito dalla metà del 1995, cosicché agli inizi del 1997 i coefficienti di correlazione si attestavano intorno a 0,8 per tutti i principali paesi. Nell'ultimo biennio il grado complessivo

**Figura 8**

**Correlazione tra l'andamento ciclico della crescita dei prezzi al consumo nell'area dell'euro e quello dei paesi che la compongono**

(coefficienti di correlazione calcolati su periodi decennali mobili; dati mensili)



Fonte: elaborazione BCE.

di sincronizzazione è diminuito, come indicato dalla diminuzione, in tutti questi paesi, dei coefficienti di correlazione. In Germania, Paesi Bassi e Francia si è verificata una certa stabilizzazione dei coefficienti di correlazione su valori compresi tra 0,7 e 0,8 alla fine del 1998.

Un fenomeno analogo a quello della Spagna, dove si è registrato un grado di sincronizzazione notevolmente più basso rispetto a quello degli altri paesi più grandi, si è osservato anche in Portogallo rispetto agli altri paesi più piccoli: fino agli inizi degli anni novanta il coefficiente di correlazione con gli andamenti ciclici dell'inflazione nell'insieme dell'area ha oscillato intorno a 0,4, rispetto a circa 0,8 nelle altre economie più piccole (cfr. la parte inferiore della figura 8). Dal 1990, tuttavia, il coefficiente di correlazione del Portogallo ha cominciato a tendere al livello degli altri paesi più piccoli. In media, il grado di sincronizzazione di questi ultimi è stato solo marginalmente inferiore a quello dei paesi più grandi; il generale processo di rafforzamento della sincronizzazione fra questo gruppo e l'area nel suo complesso è giunto a compimento a metà degli anni novanta. Tuttavia, come per i paesi più grandi, anche per i paesi più piccoli la correlazione ha da allora iniziato a diminuire. In Austria, la flessione dei livelli di sincronizzazione si è arrestata agli inizi del 1998, sulla

scia di simili tendenze in Francia, Germania e Paesi Bassi. Come già accennato, in presenza di bassi tassi di inflazione disturbi statistici possono avere un ruolo maggiore, rendendo più difficoltosa la distinzione fra ciclo e componenti erratiche e riducendo, a parità di altre condizioni, il livello della correlazione.

Complessivamente, durante gli anni novanta è riscontrabile una pronunciata riduzione del grado di sincronizzazione rispetto a quello degli anni settanta e ottanta. Ciò è dovuto agli effetti asimmetrici dello shock determinato dalla riunificazione tedesca e, data la relativa differenziazione dei livelli di inflazione ancora presente agli inizi degli anni novanta, ai diversi interventi di politica economica necessari per soddisfare i requisiti di convergenza per l'Unione monetaria. Per alcuni paesi i livelli di sincronizzazione con l'insieme dell'area si sono stabilizzati o sono nuovamente aumentati negli ultimi anni. Tuttavia, in presenza di tassi di crescita dei prezzi coerenti con l'obiettivo di stabilità e date le connesse difficoltà nell'identificare una chiara dinamica ciclica, è improbabile che possano ripetersi i livelli di sincronizzazione congiunturale registrati in passato. È invece probabile che le differenze nei tassi di inflazione riflettano, come già sottolineato, comportamenti specifici dei singoli paesi.

### 3 Interpretazione dei risultati dell'analisi

Si sono esaminati, per alcuni dei principali indicatori economici, il grado di parallelismo degli andamenti di lungo periodo e di sincronizzazione dei movimenti ciclici tra i paesi dell'area dell'euro. Nell'interpretare i risultati è opportuno distinguere fra l'evoluzione e il livello di questi fenomeni. Seppure con variazioni nell'arco del periodo considerato, il grado di sincronizzazione si è mantenuto nel complesso elevato in termini assoluti, tenendo conto della molteplicità di shock economici verificatisi e delle notevoli differenze che, in alcuni momenti, hanno caratterizzato le politiche nei vari paesi.

Dall'esame degli andamenti passati emerge che differenze tra gli andamenti di lungo periodo della crescita del PIL a prezzi costanti dei paesi dell'area dell'euro sono sempre esistite. Sebbene la

crescita tendenziale sia diminuita nel tempo nella maggior parte dei paesi, per alcuni di essi essa è stata più elevata nel parte più recente del periodo considerato che in quella iniziale. Queste differenze si riscontrano anche nell'evoluzione della crescita di lungo periodo dell'occupazione e della produzione industriale. Per quest'ultima la tendenza a una minore crescita è stata più pronunciata che per il PIL, a causa dell'espansione generalmente più rapida del settore dei servizi. Mentre nella prima parte del periodo considerato gli andamenti tendenziali dei prezzi al consumo risultavano molto diversi fra i vari paesi, il processo di convergenza intervenuto negli ultimi anni ha determinato un allineamento della crescita dei prezzi al consumo su valori bassi e relativamente simili. Ciò riflette lo spostamento verso un orientamento comune della

politica monetaria, indirizzato alla stabilità dei prezzi. Il grado di sincronizzazione fra i diversi paesi degli andamenti ciclici degli indicatori considerati, depurato delle differenze tra i trend, mostra una certa variazione nel periodo considerato; esso può essere in parte spiegato dalle tipologie degli shock avvenuti e dalle politiche economiche perseguite. Nel complesso, emerge un discreto grado di sincronizzazione delle variabili relative all'attività economica, mentre, con la progressiva convergenza verso la stabilità dei prezzi, le fluttuazioni cicliche di queste serie sono divenute, come ci si poteva attendere, più peculiari e dipendenti da fattori specifici dei singoli paesi. I risultati di questa analisi indicano che non vi sono state divergenze significative e persistenti nel tempo, e che le recenti disparità non sono affatto atipiche.

In generale, i fattori che determinano un diverso andamento dell'economia fra i vari paesi possono essere molteplici. Le differenze negli andamenti di lungo periodo possono avere due origini: in primo luogo, i paesi possono trovarsi in fasi distinte dello sviluppo economico, cosicché gli andamenti differenziati possono derivare dal processo di recupero dei divari; in secondo luogo, vi possono essere differenze nei fattori demografici. Inoltre, gli andamenti di lungo periodo vanno considerati nel quadro degli specifici assetti istituzionali dei paesi, e possono quindi rifletterne le differenze e il modificarsi. Quanto alle differenze nei movimenti ciclici, esse possono dipendere da varie combinazioni di shock, dai meccanismi economici che li propagano e dalle politiche economiche adottate per fronteggiarli. In presenza di meccanismi di propagazione simili e di un orientamento neutrale delle politiche economiche, si possono avere divergenze quando gli shock sono di natura prettamente specifica del paese. Le differenze possono inoltre emergere se, a fronte di meccanismi di propagazione simili, le politiche economiche reagiscono in modo diverso a shock comuni. Infine, anche se i paesi fossero colpiti da shock simili e la reazione delle politiche economiche fosse la stessa in tutti i paesi, potrebbero comunque manifestarsi andamenti ciclici (nonché di lungo periodo) difforni in quanto gli specifici assetti strutturali nazionali producono meccanismi di propagazione diversi. In questo senso, anche le modifiche dell'assetto

istituzionale possono avere un impatto temporaneo sugli andamenti ciclici.

Dal punto di vista delle prospettive, l'analisi degli andamenti di lungo periodo e dei movimenti ciclici della sezione precedente, in quanto basata su dati storici, non può fornire indicazioni precise in merito alle dinamiche future. Di particolare rilievo in questo contesto sono l'introduzione della politica monetaria unica e l'attuazione del Patto di stabilità e crescita, che impone alle politiche fiscali nazionali di operare nell'ambito di confini ben definiti. Le politiche monetarie e del cambio non sono più condotte dai singoli paesi, ma sono state sostituite dalla politica monetaria unica per l'area dell'euro nel suo complesso. Da questo punto di vista, la variabilità e la divergenza dei movimenti ciclici dovrebbero in linea di massima attenuarsi nella misura in cui, in passato, esse erano state determinate dalle differenze nelle politiche monetarie e del cambio dei paesi dell'area. Inoltre, il processo di integrazione monetaria ed economica può contribuire a realizzare (oltre a richiedere) una maggiore flessibilità dell'assetto istituzionale e dei comportamenti, e contribuire così a un più facile assorbimento degli shock nei singoli paesi; a sua volta, ciò renderebbe più simili gli andamenti economici. Per quanto riguarda i prezzi, è possibile che l'introduzione della moneta unica aumenti le difficoltà nell'individuare la componente puramente ciclica dell'inflazione al consumo. Con la maggiore confrontabilità e trasparenza dei prezzi di beni e servizi simili nei singoli paesi membri, un rafforzamento della concorrenza potrebbe portare a diminuzioni *una tantum* dei livelli dei prezzi, rendendo temporaneamente meno distinguibile l'andamento ciclico dell'inflazione.

Ciò nonostante, possono persistere alcuni importanti motivi di differenziazione degli andamenti economici dei paesi dell'area. Si tratta di differenze relative a varie caratteristiche strutturali delle singole economie, in grado di generare differenze nel loro potenziale di crescita di lungo periodo. Inoltre, è possibile che paesi interessati da un processo di riduzione delle reciproche differenze economiche registrino tassi di crescita della produttività diversi, con una conseguente prolungata differenziazione dei relativi tassi di inflazione. Un ulteriore motivo di

divergenza è identificabile in aspetti istituzionali specifici di un paese o una regione, che possono determinare (almeno temporaneamente) risposte diverse a fronte di uno stesso shock. È stato inoltre suggerito che, per effetto della crescente apertura e integrazione commerciale, potrebbe emergere una tendenza alla specializzazione tra i paesi; ciò potrebbe a sua volta generare divergenze fra i paesi al verificarsi di shock asimmetrici. Tuttavia, nella misura in cui i legami fra le industrie dei diversi paesi si rafforzano, in linea con la crescente integrazione dell'Unione europea e dell'area dell'euro, è probabile che anche il grado di sincronizzazione fra gli andamenti nazionali aumenti. Poiché i paesi dell'area continuano ad essere influenzati da fattori diversi, è essenziale garantire che ogni singola economia sia in grado di reagire agli shock e assorbitarne gli effetti. Assume, pertanto, una particolare importanza l'attuazione di riforme dei mercati dei beni e del lavoro indirizzate ad aumentare la flessibilità del sistema economico nel suo complesso, che aumenterebbero anche il grado di flessibilità con cui le politiche economiche nazionali possono rispondere a eventi specifici del paese.

Data la complessità dell'argomento, l'analisi presentata in questo articolo ha essenzialmente fini illustrativi; è bene comunque che siano chiari i motivi di cautela. In primo luogo, l'esercizio ha carattere retrospettivo e può quindi fornire solo indicazioni limitate circa i probabili sviluppi futuri. In secondo luogo, nel periodo in rassegna le strutture delle economie prese in esame hanno subito significativi cambiamenti, comprese correzioni di vasta portata all'impostazione delle politiche economiche. Ad esempio, il grado di integrazione delle economie si è andato rafforzando nel corso del processo di completamento del Mercato unico, si è manifestata una tendenza

verso una maggiore indipendenza della politica monetaria dall'intervento del governo e l'attenzione delle autorità monetarie si è sempre più incentrata sulla stabilità dei prezzi come obiettivo primario. Inoltre, la stabilità complessiva dei tassi di cambio è aumentata prima dell'avvio dell'Unione monetaria, sia in termini di stabilità effettiva dei cambi sia di stretto allineamento degli andamenti dei cambi in un numero crescente di paesi. In terzo luogo, la scelta delle variabili da considerare determina in una qualche misura i risultati. Ad esempio, l'analisi degli andamenti del prodotto avrebbe potuto essere condotta con maggiore dettaglio, esaminando l'evoluzione dell'integrazione a livello regionale o analizzando i dati a un maggiore livello di disaggregazione per settore. I risultati di questa analisi, pertanto, possono essere visti come una descrizione di alcuni dei fattori che agiscono a livello macroeconomico, piuttosto che come un tentativo di trarre conclusioni in senso più ampio sul processo di integrazione degli sviluppi nell'area dell'euro.

Nel complesso, non vi sono elementi per ritenere che le differenze negli andamenti economici dei paesi dell'area scompariranno completamente in conseguenza dell'introduzione della moneta unica. Tuttavia, le recenti divergenze non appaiono atipiche e, soprattutto, è troppo presto per giudicare se esse possano o meno costituire un impedimento alla buona riuscita della politica monetaria. Inoltre, una perfetta sincronizzazione degli andamenti nei paesi membri dell'area dell'euro potrebbe perfino essere considerata come un potenziale problema, se essa dovesse comportare un'amplificazione dei movimenti ciclici dell'area; viceversa, alcune divergenze cicliche possono compensarsi reciprocamente, dando luogo a variazioni più graduali al livello dell'area.

#### **4 Considerazioni conclusive**

Alla luce del recente dibattito sulle divergenze tra gli andamenti tendenziali e tra quelli ciclici dei principali indicatori economici, questo articolo esamina le divergenze e le analogie dell'evoluzione economica nei paesi dell'area dell'euro dagli inizi degli anni settanta fino al 1998. Questo periodo è stato caratterizzato da molteplici shock,

sia comuni sia asimmetrici, nonché da differenze e cambiamenti di regime delle politiche economiche nazionali. Tenendo conto di questi fattori, nel complesso i paesi dell'area dell'euro hanno registrato un grado notevole di sincronizzazione dei movimenti ciclici e andamenti di lungo periodo abbastanza simili. L'avvio della politica

monetaria unica per l'area dell'euro e gli effetti di disciplina sulla politica fiscale derivanti dal Patto di stabilità e crescita, insieme con il coordinamento a più livelli delle politiche nazionali, hanno determinato un profondo mutamento del quadro generale della politica economica. A questo stadio le conseguenze precise di tale cambiamento sulla futura sincronizzazione dei movimenti ciclici e sulla similitudine tra gli andamenti di lungo periodo delle varie economie

non possono ancora essere valutate. A pochi mesi dall'introduzione della moneta unica, non è ancora trascorso un intervallo di tempo sufficiente per valutare il suo impatto. In questo contesto, il presente articolo ha preso in esame gli andamenti passati e può essere considerato una base di discussione sull'argomento. Nel frattempo, le divergenze tra gli andamenti delle economie dei paesi membri dovranno essere tenute sotto attenta osservazione.



# L'assetto istituzionale del Sistema europeo di banche centrali

*Il Trattato che istituisce la Comunità europea (il "Trattato") e lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della Banca centrale europea (BCE) assegnano obiettivi e compiti specifici al SEBC, composto dalla BCE e dalle banche centrali nazionali dei 15 Stati membri dell'Unione europea (UE). Al fine di assicurare una maggiore trasparenza e di agevolare la comprensione della complessa struttura istituzionale che svolge le funzioni di banca centrale nell'area dell'euro, è stato adottato il termine Eurosystema per indicare in maniera più specifica l'organismo che assolve i compiti fondamentali relativi alla politica monetaria unica dell'area dell'euro, mentre il SEBC svolge compiti e persegue obiettivi che riguardano la UE nel suo complesso.*

*Diversamente dalla BCE e dalle banche centrali nazionali, il SEBC (e, quindi, l'Eurosystema) non ha personalità giuridica e nessun organo decisionale proprio; è diretto dagli organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo, il Consiglio generale e il Comitato esecutivo. Mentre le decisioni inerenti agli obiettivi e ai compiti del SEBC devono essere assunte a livello centrale, l'attività operativa viene decentrata nella misura ritenuta possibile e appropriata. Nel deliberare in materia di politica monetaria, i membri del Consiglio direttivo della BCE non agiscono come rappresentanti nazionali, ma a titolo personale con piena indipendenza; ciò si riflette nel principio "una persona, un voto".*

*In base al Trattato, il SEBC gode di piena indipendenza costituzionale. In particolare, né alla BCE né ad alcun membro dei suoi organi decisionali è consentito sollecitare o accettare istruzioni da istituzioni o organismi comunitari, da governi di Stati membri o da qualsiasi altro organismo.*

## I Introduzione

La costituzione del Sistema europeo delle banche centrali (SEBC) è stabilita dal Trattato che ha istituito la Comunità europea (il "Trattato") e dallo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della BCE (lo "Statuto"), che è allegato al Trattato come Protocollo e ne costituisce parte integrante. Il Trattato e lo Statuto assegnano obiettivi e compiti specifici al SEBC, che è formato dalla Banca centrale europea (BCE) e dalle banche centrali nazionali dei quindici Stati membri dell'Unione europea (UE).

Diversamente dalla BCE e dalle banche centrali nazionali, il SEBC non ha personalità giuridica né propri organi decisionali. Tuttavia, poiché gli obiettivi del SEBC sono stati ad esso assegnati dal Trattato, i suoi 16 membri perseguono scopi comuni. Alla BCE e ai suoi organi decisionali spetta, comunque, il compito di decidere in che modo va-

dano perseguiti tali obiettivi, se direttamente o attraverso le banche centrali nazionali.

Per assicurare una maggiore trasparenza e consentire all'opinione pubblica una più agevole comprensione della complessa struttura istituzionale che svolge in Europa le funzioni di banca centrale, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di adottare il termine Eurosystema, una espressione di più facile uso, per indicare l'articolazione con cui il SEBC assolve i suoi compiti fondamentali.

L'Eurosystema comprende la BCE e le banche centrali nazionali degli 11 Stati membri che hanno adottato l'euro e che, il primo giorno della Terza fase dell'Unione economica e monetaria (1° gennaio 1999), hanno trasferito all'Eurosystema la propria sovranità in materia di politica monetaria.

## 2 Obiettivi e compiti dell'Eurosystema

L'obiettivo prioritario dell'Eurosystema è mantenere la stabilità dei prezzi. Fatto salvo questo obiettivo, esso è tenuto a sostenere le politiche economiche generali della Comunità europea allo

scopo di concorrere al conseguimento dei fini da essa perseguiti, quali la promozione di uno sviluppo armonioso ed equilibrato delle attività economiche, una crescita sostenibile, non inflazionistica

e che rispetti l'ambiente, un alto grado di convergenza dei risultati economici e un livello elevato di occupazione e di protezione sociale. Nel perseguire i suoi obiettivi, l'Eurosistema deve operare secondo i principi che regolano un'economia di mercato aperta e basata sulla libera concorrenza, favorendo un'allocazione efficiente delle risorse. Qualora la BCE dovesse trovarsi di fronte a un conflitto tra gli, quello della stabilità dei prezzi avrà sempre la priorità; gli altri verranno perseguiti secondo i pesi relativi che la BCE riterrà appropriati.

Il Trattato e lo Statuto assegnano all'Eurosistema i seguenti compiti fondamentali:

- definire e attuare la politica monetaria dell'area dell'euro;
- svolgere operazioni sui cambi;
- detenere e gestire le riserve ufficiali degli Stati membri;
- promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento;

### 3 La Banca centrale europea

#### Status giuridico

La BCE ha personalità giuridica ai sensi del diritto pubblico internazionale e ha quindi la facoltà, tra le altre, di concludere, nei campi di sua competenza, accordi regolati dal diritto pubblico internazionale e di partecipare all'attività di organismi internazionali quali il Fondo monetario internazionale, la Banca dei regolamenti internazionali e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. Inoltre, in ciascuno degli Stati membri la BCE gode della capacità giuridica più ampia accordata alle persone giuridiche nell'ambito delle rispettive legislazioni nazionali. Può, pertanto, acquisire o alienare beni mobili e immobili e può costituirsi come parte in procedimenti legali.

Inoltre, nei territori degli Stati membri la BCE gode dei privilegi e delle immunità necessarie all'assolvimento dei propri compiti, secondo quanto previsto dal Protocollo sui privilegi e sulle immunità delle Comunità europee. Ulteriori dettagli sono stabiliti nell'Accordo sulla sede della BCE stipulato tra quest'ultima e la Repubblica

- emettere banconote aventi corso legale all'interno dell'area dell'euro;
- approvare l'ammontare delle emissioni di monete metalliche in euro da parte degli Stati membri che hanno adottato l'euro.

Inoltre l'Eurosistema:

- contribuisce a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle autorità competenti per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario;
- viene consultato in merito a qualsiasi proposta di atto comunitario o progetto di disposizioni legislative di autorità nazionali che rientri nelle sue competenze;
- raccoglie le informazioni statistiche necessarie all'assolvimento dei propri compiti;
- è rappresentato nel campo della cooperazione internazionale e partecipa alle istituzioni monetarie internazionali.

Federale di Germania; in particolare, i membri del Comitato esecutivo godono dei privilegi, esenzioni, immunità e facilitazioni concesse a tutti i diplomatici accreditati presso il governo federale tedesco, in ottemperanza della Convenzione di Vienna sulle relazioni diplomatiche del 18 aprile 1961.

#### Responsabilità complessiva

La BCE è stata istituita come nucleo centrale dell'Eurosistema. Ad essa è attribuita la responsabilità complessiva di assicurare che i compiti dell'Eurosistema vengano assolti mediante le sue stesse attività o attraverso le banche centrali nazionali. Nel decidere come debbano essere eseguiti i compiti dell'Eurosistema – se in modo accentrato o decentrato – la BCE aderisce al *principio del decentramento*. Questo stabilisce che, nella misura in cui è possibile e opportuno, la BCE farà ricorso alle banche centrali nazionali per svolgere operazioni che rientrano tra i compiti dell'Eurosistema. Spetta al Consiglio direttivo della BCE valutare la possibilità e l'opportunità di decentrare le attività

operative. Qualora, considerando gli obiettivi dell'Eurosistema, tali attività possano essere svolte in maniera più efficace se gestite direttamente dalla BCE, lo Statuto consente a quest'ultima di operare in maniera centralizzata. Va inoltre sottolineato che il principio del decentramento si applica soltanto alle operazioni, mentre le decisioni e le attività legislative rimangono accentrate.

Per garantire che il decentramento non ostacoli il regolare funzionamento dell'Eurosistema, le banche centrali nazionali, in quanto bracci operativi della BCE, sono chiamate a operare in conformità con gli Indirizzi e le Istruzioni emanati dalla BCE. Per assicurare che le banche centrali nazionali si conformino a questi strumenti giuridici la BCE è autorizzata a prendere qualsiasi iniziativa ritenuta necessaria, fino a portare una questione di fronte alla Corte di giustizia delle Comunità europee (Corte europea di giustizia).

### Poteri normativi

Il Trattato conferisce alla BCE non soltanto la facoltà di stipulare accordi con terzi, ma anche il potere normativo di adottare qualsiasi atto giuridico ritenuto necessario all'assolvimento dei compiti assegnati all'Eurosistema. Si possono distinguere due diversi tipi di strumenti legislativi della BCE. Il primo comprende gli atti destinati a soggetti terzi, non facenti parte dell'Eurosistema: i Regolamenti, le Decisioni, le Raccomandazioni e i Pareri. In aggiunta la BCE può adottare strumenti giuridici che hanno rilevanza all'interno dell'Eurosistema e il cui scopo è quello di dirigere l'Eurosistema senza incidere sulle attività di terzi. Considerando la particolare struttura dell'Eurosistema, nel quale ciascuno degli organismi che lo costituiscono mantiene la propria personalità giuridica, gli strumenti giuridici interni (gli Indirizzi, le Istruzioni e le Decisioni della BCE) sono stati concepiti in modo tale da subordinare, in senso funzionale, le banche centrali nazionali alla BCE e da consentire all'Eurosistema di operare in maniera efficiente come una entità unica, volta al conseguimento degli obiettivi previsti dal Trattato.

### Indipendenza

Il Trattato ha conferito alla BCE una completa indipendenza costituzionale. Esso dispone esplicitamente che, nell'esercizio dei propri poteri e nell'assolvimento dei propri compiti e doveri, né la BCE né alcun membro dei suoi organi decisionali possa sollecitare o accettare istruzioni da istituzioni o organismi comunitari, dai governi degli Stati membri o da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni e gli organismi comunitari e i governi degli Stati membri si sono impegnati a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE nell'assolvimento dei loro compiti. Il concetto di indipendenza è stato ulteriormente precisato dall'Istituto monetario europeo nel suo Rapporto di convergenza (marzo 1998), che è stato approvato dal Consiglio Ecofin nella sua raccomandazione al Consiglio europeo ai sensi dell'articolo 109 J, paragrafo 2, del Trattato. Indipendenza significa, quindi, *indipendenza finanziaria e istituzionale*. Il Trattato stabilisce che la BCE abbia un suo bilancio, distinto da quello dell'Unione europea. Ciò impedisce qualsiasi interferenza delle istituzioni comunitarie con l'amministrazione della BCE e mantiene il bilancio di quest'ultima separato dagli interessi finanziari della Comunità. Lo Statuto protegge l'*indipendenza personale* dei membri degli organi decisionali della BCE, prevedendo:

- un mandato minimo di cinque anni, rinnovabile, per i governatori delle banche centrali nazionali;
- un mandato non rinnovabile di otto anni per i membri del Comitato esecutivo, per la cui prima nomina è stato applicato un sistema di mandati scaglionati;
- la rimozione dall'incarico solo nel caso di incapacità o di colpe gravi;
- la competenza della Corte europea di giustizia a risolvere qualsiasi controversia in questa materia.

Inoltre, lo Statuto consente alla BCE di adottare una normativa autonoma per il proprio personale, vietando alle altre istituzioni comunitarie di influenzarne in qualsiasi modo le condizioni di impiego. L'indipendenza istituzionale viene sancita dalle clausole cui si è già fatto riferimento.

Inoltre, la competenza della Corte europea dei conti è stata limitata all'esame dell'efficienza operativa della gestione della BCE, mentre i suoi bilanci sono certificati da una società di certificazione esterna.

### **Responsabilità e trasparenza**

Tutte le banche centrali operano in uno specifico contesto sociale, politico e istituzionale. In regime di democrazia è di vitale importanza non solo che una banca centrale indipendente sia aperta, trasparente e chiara nel motivare il proprio operato, ma altresì che essa dia conto ai cittadini dei risultati conseguiti. Riconoscendo l'importanza di questi aspetti, il Trattato impone all'Eurosistema rigidi obblighi di rendiconto. La BCE pubblica settimanalmente un rendiconto finanziario consolidato dell'Eurosistema ed è tenuta a redigere e pubblicare rapporti sulle attività del SEBC almeno trimestralmente. Deve presentare al Parlamento europeo, al Consiglio della UE, alla Commissione e al Consiglio europei un Rapporto annuale sulle attività del SEBC e sulla politica monetaria attuata durante l'anno precedente e in quello in corso. Il Parlamento europeo può tenere un dibattito generale sul Rapporto annuale e il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato esecutivo possono, su richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa, essere ascoltati dai comitati competenti del Parlamento europeo. Il Presidente del Consiglio della UE e un membro della Commissione europea possono partecipare alle riunioni del Consiglio direttivo della BCE, senza diritto di voto.

Di fatto l'Eurosistema si è impegnato ad andare oltre questi obblighi. Subito dopo la prima riunione mensile del Consiglio direttivo si tiene una conferenza stampa, introdotta dal Presidente della BCE. Le sue dichiarazioni, che con cadenza regolare espongono le valutazioni del Consiglio direttivo sulla situazione economica e sulle prospettive relative all'andamento dei prezzi, sono integrate dalla pubblicazione di un Bollettino mensile (che viene tradotto in tutte le lingue ufficiali della Comunità europea). Lo Statuto non consente, tuttavia, di divulgare informazioni sui voti dei singoli membri del Consiglio direttivo perché, anziché contribuire a una maggiore trasparenza, ciò metterebbe in pericolo l'indipendenza dei suoi membri, aumentan-

do la probabilità che essi siano esposti a pressioni nazionali o di altro genere. In effetti, i membri del Consiglio direttivo non devono essere considerati né devono operare come rappresentanti nazionali, ma agiscono a titolo personale con piena indipendenza. Le loro decisioni di politica monetaria vengono prese con riferimento all'area dell'euro nel suo complesso; nel votare su questioni di politica monetaria che abbiano un riflesso sull'intera area essi non debbono pertanto tenere conto degli andamenti economici nazionali.

### **Controllo giudiziario**

Gli atti o le omissioni della BCE – compresi quelli riguardanti le banche centrali nazionali in quanto parti integranti dell'Eurosistema – sono soggetti a esame o a interpretazione da parte della Corte europea di giustizia. Inoltre, per salvaguardare le proprie prerogative la BCE ha uno *jus standi* dinanzi alla Corte europea di giustizia.

La competenza della Corte europea di giustizia a controllare l'adempimento da parte delle banche centrali nazionali degli obblighi assunti riflette la specifica natura del SEBC e il ruolo della BCE, che si affianca a quello della Commissione europea in quanto "custode della costituzione della moneta europea". Qualora la BCE ritenga che una banca centrale nazionale non abbia assolto ai propri obblighi essa può, seguendo la procedura a tal fine stabilita, sottoporre la questione alla Corte europea di giustizia.

### **Organi decisionali della BCE**

Il processo decisionale dell'Eurosistema è accentrato e si svolge attraverso gli organi deliberanti della BCE, vale a dire il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo. Fintantoché vi saranno Stati membri che non hanno adottato l'euro, il Consiglio generale opera come terzo organo decisionale.

### **Consiglio direttivo**

Il Consiglio direttivo comprende tutti i membri del Comitato esecutivo e i governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno adottato l'euro. È il massimo organo decisionale

della BCE. Per quanto riguarda gli obiettivi e i compiti affidati all'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha, in particolare, la responsabilità di:

- adottare gli Indirizzi e le Decisioni necessari ad assicurare l'adempimento dei compiti affidati all'Eurosistema ai sensi del Trattato e dello Statuto;
- formulare la politica monetaria dell'area dell'euro – compresi gli obiettivi monetari intermedi, i tassi di interesse guida e l'offerta di riserve nell'Eurosistema – assumendo le necessarie decisioni e adottando gli indirizzi indispensabili alla sua attuazione;
- decidere sull'impiego di altri metodi operativi di controllo monetario;
- adottare il Regolamento relativo al calcolo e alla determinazione delle riserve obbligatorie minime;
- adottare i Regolamenti necessari ad assicurare l'efficienza e l'affidabilità dei sistemi di compensazione e di pagamento all'interno della Comunità;
- definire gli Indirizzi riguardanti le operazioni che le banche centrali nazionali e gli Stati membri possono effettuare con le loro riserve ufficiali residue;
- avviare le misure necessarie a garantire l'osservanza degli Indirizzi e delle Istruzioni della BCE e definire quali informazioni debbano essere fornite dalle banche centrali nazionali;
- assolvere le funzioni consultive affidate alla BCE;
- adottare il Regolamento interno che definisce la struttura organizzativa della BCE e dei suoi organi decisionali;
- autorizzare l'emissione di banconote in euro e la quantità di monete metalliche da emettere all'interno dell'area dell'euro;
- stabilire le norme necessarie per la standardizzazione delle procedure contabili e di segnalazione avviata dalle banche centrali nazionali.

Da tali competenze emerge che il Trattato e lo Statuto assegnano al Consiglio direttivo il potere di assumere le decisioni più importanti e di maggiore rilievo strategico per l'Eurosistema. In particolare, sulle questioni di politica monetaria il Consiglio direttivo decide, di regola, con la maggioranza semplice dei voti espressi dai membri presenti. Ciascun membro ha diritto a un voto.

Il principio "una persona, un voto" riflette il fatto che tutti i membri del Consiglio direttivo, compresi i governatori delle banche centrali nazionali dell'Eurosistema, sono nominati a titolo personale e non in quanto rappresentanti dei rispettivi Stati membri. In caso di parità, prevale il voto del Presidente.

Per alcune decisioni su questioni finanziarie che riguardano la posizione delle banche centrali nazionali in quanto partecipanti al capitale della BCE, i voti nel Consiglio direttivo sono ponderati secondo le quote che esse detengono nel capitale della BCE. I voti dei membri del Comitato esecutivo hanno peso zero. Per tali decisioni, un governatore che non possa partecipare alla riunione può delegare un supplente a votare in sua vece.

In base allo Statuto, il Consiglio direttivo deve riunirsi almeno dieci volte l'anno; secondo la prassi attuale le riunioni si tengono a Francoforte con cadenza quindicinale.

### **Comitato esecutivo**

Il Comitato esecutivo è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e da altri quattro membri nominati tra persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario. La procedura in base alla quale viene nominato conferisce un grado elevato di legittimità alle decisioni assunte dal Comitato esecutivo. La nomina dei suoi membri deve essere effettuata di comune accordo dai governi degli Stati membri al livello di capi di Stato o di governo, su raccomandazione del Consiglio e previa consultazione del Parlamento europeo e del Consiglio direttivo della BCE. Le principali responsabilità del Comitato esecutivo sono:

- attuare le misure di politica monetaria in conformità con gli Indirizzi e le Decisioni del Consiglio direttivo;
- impartire le necessarie Istruzioni alle banche centrali nazionali per l'attuazione degli Indirizzi e delle Decisioni del Consiglio direttivo;
- farsi carico della gestione degli affari correnti della BCE;
- esercitare alcuni poteri ad esso delegati dal Consiglio direttivo, ivi compresi quelli di natura normativa.

Lo Statuto dispone che l'attuazione della politica monetaria sia competenza esclusiva del Comitato esecutivo e che non possa, pertanto, essere prerogativa del Consiglio direttivo.

Le responsabilità assegnate al Comitato esecutivo giustificano il suo status di massimo organo decisionale operativo della BCE. Il potere, ad esso conferito, di adottare le Istruzioni della BCE destinate alle banche centrali nazionali, consente all'Eurosistema di rispondere e adattarsi rapidamente al modificarsi delle condizioni nei mercati monetari e finanziari, di affrontare situazioni specifiche e di trattare problemi che rivestono carattere di urgenza.

Il Comitato esecutivo decide, di regola, a maggioranza semplice dei voti espressi dai membri presenti di persona. In caso di parità, prevale il voto del Presidente. In base alla prassi attuale il Comitato esecutivo si riunisce con una frequenza minima settimanale.

Nel Riquadro I sono riportati i nomi degli attuali membri del Comitato esecutivo e le loro responsabilità individuali nei confronti delle unità funzionali della BCE.

## Consiglio generale

Il Consiglio generale è composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori delle banche centrali nazionali di tutti i quindici Stati membri. Può essere definito come "organo temporaneo", che svolge quei compiti rilevati dall'Istituto monetario europeo i quali, non avendo tutti gli Stati membri adottato l'euro, devono essere ancora assolti dalla BCE nella Terza fase dell'unione economica e monetaria. Il Consiglio generale ha, in primo luogo, la responsabilità di contribuire ai preparativi necessari per la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle monete degli Stati membri che non hanno ancora adottato l'euro. Partecipa, inoltre, allo svolgimento di attività particolari del SEBC, quali le funzioni consultive e la raccolta di informazioni statistiche. Il Presidente della BCE deve informarlo in merito alle decisioni assunte dal Consiglio direttivo.

Né il Trattato né lo Statuto prevedono un numero minimo di riunioni del Consiglio generale. In base alla prassi attualmente vigente, il Consiglio generale si riunisce a Francoforte con cadenza trimestrale.

### Riquadro I

#### Responsabilità individuali dei membri del Comitato esecutivo nei confronti delle unità funzionali della Banca centrale europea (BCE)

In base all'articolo 11.5 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea "ogni membro del comitato esecutivo presente ha diritto di voto e dispone a tal fine di un voto". Tale articolo stabilisce, pertanto, il principio della responsabilità collegiale quale fattore che regola il processo decisionale del Comitato esecutivo, basato sulla partecipazione paritaria dei suoi membri all'adozione delle Decisioni; ne discende, in particolare, che le Decisioni devono essere sottoposte a delibera collegiale e che tutti i membri di tale organo decisionale assumono la responsabilità collettiva di tutte le Decisioni da esso adottate.

Pur nel rispetto del principio della responsabilità collegiale, nel Regolamento interno della Banca centrale europea si dispone che, per quanto attiene alla struttura organizzativa della BCE, spetta al Comitato esecutivo decidere sulle responsabilità individuali dei propri membri in relazione alle unità funzionali della BCE. In base all'accordo raggiunto in tal senso nel Comitato, le responsabilità sono state così distribuite:

- Il presidente, **Willem F. Duisenberg**, è responsabile delle *Relazioni esterne*, del *Segretariato*, *Protocollo e conferenze* e della *Revisione interna*.
- Il vicepresidente, **Christian Noyer**, è responsabile dell'*Amministrazione e personale*, dei *Servizi legali* e dell'*Analisi e gestione dei rischi finanziari*. È anche uno dei due membri della BCE che partecipa al Comitato economico e finanziario, un organo consultivo della Comunità creato all'avvio della Terza fase dell'Unione economica e monetaria.
- **Eugenio Domingo Solans** è responsabile dei *Sistemi Informatici*, delle *Statistiche* e delle *Banconote*.
- **Sirkka Hämmäläinen** è responsabile delle *Operazioni* e del *Controllo e organizzazione*.
- **Otmar Issing** è responsabile dell'*Analisi economica* e della *Ricerca economica*, ed è uno dei due membri della BCE che partecipa al Comitato economico e finanziario.
- **Tommaso Padoa-Schioppa** è responsabile delle *Relazioni internazionali ed europee*, dei *Sistemi di pagamento* e della *Vigilanza prudenziale*.

## 4 Il ruolo delle banche centrali nazionali

Le banche centrali nazionali hanno personalità giuridica, in base alla legislazione nazionale vigente nei rispettivi paesi. Data l'esigenza di una convergenza degli ordinamenti giuridici, le leggi nazionali che disciplinano le banche centrali nazionali sono state emendate per assicurarne la compatibilità con la normativa comunitaria; in particolare esse devono essere coerenti con il requisito dell'indipendenza, necessario al regolare funzionamento del SEBC. Pur avendo personalità giuridica distinta, le banche centrali nazionali dell'Eurosistema sono parti integranti di esso; in quanto tali, sono soggette al regime normativo della BCE e sono, quindi, funzionalmente subordinate alla BCE. Devono, di conseguenza, rispettare gli strumenti normativi interni adottati dal Consiglio direttivo o dal Comitato esecutivo.

Come parte dell'Eurosistema, le banche centrali nazionali fungono da braccio operativo del

SEBC, svolgendo i compiti assegnati all'Eurosistema, in conformità con le norme stabilite dalla BCE. Mediante vari Comitati, presieduti in genere da un rappresentante della BCE, i rappresentanti delle banche centrali nazionali concorrono a espletare le funzioni del SEBC (cfr. nel riquadro 2 l'elenco dei Comitati attualmente operanti). I mandati dei Comitati sono definiti dal Consiglio direttivo, al quale essi riferiscono per il tramite del Comitato esecutivo.

Lo Statuto consente alle banche centrali nazionali di continuare a svolgere, sotto la propria responsabilità, funzioni che non rientrano in quelle dell'Eurosistema, a meno che il Consiglio direttivo non stabilisca che tali funzioni interferiscono con gli obiettivi e i compiti dell'Eurosistema.

### Riquadro 2

#### I Comitati del Sistema europeo di banche centrali (SEBC)

I Comitati del SEBC sono composti da rappresentanti della Banca centrale europea (BCE) e delle banche centrali nazionali degli Stati membri partecipanti, cioè gli Stati membri che hanno adottato l'euro. Anche le banche centrali nazionali di ciascuno degli Stati membri non partecipanti possono nominare un proprio rappresentante a partecipare alle riunioni di un Comitato del SEBC ogni qual volta questo tratti questioni che rientrano nel campo di competenza del Consiglio generale. I Comitati del SEBC sono stati istituiti per assistere il SEBC e l'Eurosistema nell'adempimento dei loro compiti. I rapporti che i Comitati del SEBC redigono, in linea con i mandati chiaramente definiti loro conferiti, riflettono l'intera gamma dei pareri espressi dai loro membri.

I Comitati del SEBC, per la maggior parte presieduti da un rappresentante della BCE, non hanno alcun potere decisionale in quanto tali, ma concorrono a elaborare le decisioni che devono essere assunte dagli organi decisionali della BCE nell'ambito dei rispettivi settori di competenza.

Sia il Consiglio direttivo sia il Comitato esecutivo hanno il diritto di richiedere ai Comitati del SEBC di eseguire studi su argomenti specifici.

I Comitati del SEBC istituiti fino a oggi sono:

- Comitato per le questioni contabili e il reddito monetario (AMICO);
- Comitato per la vigilanza bancaria (BSC);
- Comitato per le banconote (BANCO);
- Comitato per le comunicazioni esterne (ECCO);
- Comitato per le tecnologie informatiche (ITC);
- Comitato dei revisori interni (IAC);
- Comitato per le relazioni internazionali (IRC);
- Comitato legale (LEGCO);
- Comitato per le operazioni di mercato (MOC);
- Comitato per la politica monetaria (MPC);
- Comitato per i sistemi di pagamento e regolamento (PSSC);
- Comitato per le statistiche (STC).

È stato, inoltre, istituito un Comitato per il bilancio preventivo (BUCOM) con funzioni di assistenza su questioni connesse con il bilancio preventivo della BCE.

## 5 Osservazioni conclusive

Le caratteristiche dell'assetto istituzionale del SEBC consentono alla BCE di affrontare il nuovo contesto in cui, sin dal primo giorno della Terza fase dell'Unione economica e monetaria, devono essere svolte le funzioni di banca centrale nell'area dell'euro.

Il modello decisionale accentrato dell'Eurosistema, attuato attraverso gli organi decisionali della BCE, assicura il carattere unitario della politica monetaria dell'area dell'euro. L'esecuzione essenzialmente decentrata delle operazioni di politica monetaria, attraverso le banche centrali nazionali dell'Eurosistema, riflette in maniera adeguata le differenze nella struttura

dei mercati finanziari e i diversi ordinamenti giuridici vigenti negli Stati membri che hanno adottato l'euro.

Con il Consiglio generale, il SEBC possiede un foro mediante il quale è possibile rafforzare la cooperazione tra l'Eurosistema e le altre banche centrali nazionali del SEBC e svolgere i preparativi per la partecipazione di queste ultime all'Eurosistema.

Inoltre, l'assetto istituzionale fornisce agli organi decisionali flessibilità sufficiente a consentire all'Eurosistema di adattarsi alle nuove sfide derivanti, ad esempio, dalla crescente integrazione dei mercati finanziari nell'area dell'euro.



## **Statistiche dell'area dell'euro**



# Indice

## Statistiche

1.	Statistiche sulla politica monetaria	
1.1	Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	4*
1.2	Tassi di interesse della BCE sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	6*
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	6*
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria	7*
1.5	Posizione di liquidità del sistema bancario	8*
2.	Andamenti monetari nell'area dell'euro	
2.1	Bilancio aggregato dell'Eurosistema	10*
2.2	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro, escluso l'Eurosistema	11*
2.3	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro, incluso l'Eurosistema	12*
2.4	Aggregati monetari	14*
2.5	Prestiti delle IFM a famiglie e imprese non finanziarie, distinti per forma tecnica e durata originaria	17*
2.6	Scomposizione per valuta di alcune passività e attività delle IFM dell'area dell'euro	18*
3.	Mercati finanziari e tassi di interesse nell'area dell'euro	
3.1	Tassi di interesse di mercato monetario	20*
3.2	Rendimenti dei titoli di Stato	21*
3.3	Indici del mercato azionario	22*
3.4	Tassi di interesse bancari al dettaglio	23*
4.	IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro	
4.1	Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)	24*
4.2	Altri indicatori di prezzi e costi	25*
5.	Indicatori congiunturali per l'area dell'euro	
5.1	Indicatori di prodotto e di domanda	26*
5.2	Indicatori del mercato del lavoro	27*
5.3	Inchieste congiunturali	27*
6.	Risparmio, investimenti e saldi finanziari nell'area dell'euro	28*
7.	Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro e nei paesi dell'area	29*
8.	Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro e posizione di riserva dell'Eurosistema	
8.1	Bilancia dei pagamenti: principali voci	30*
8.2	Conto corrente e conto capitale	31*
8.3	Redditi ( <i>non inclusa in questo numero</i> )	
8.4	Investimenti diretti e di portafoglio	32*
8.5	Altri investimenti	33*
8.6	Riserve dell'Eurosistema e altre attività connesse	34*
9.	Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni)	35*
10.	Tassi di cambio	38*
11.	Indicatori economici e finanziari per gli altri Stati membri della UE	39*
12.	Indicatori economici e finanziari per i principali paesi non UE	
12.1	Indicatori economici e finanziari	40*
12.2	Risparmio, investimenti e saldi finanziari	41*
	<b>Note generali</b>	<b>43*</b>

# I Statistiche sulla politica monetaria

## Tavola I.1

### Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

		Oro e	Attività	Attività	Attività	Prestiti			
		crediti in oro	in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	in valuta verso residenti nell'area dell'euro	in euro verso non residenti nell'area dell'euro	a controparti del settore finanziario dell'area dell'euro	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	5 feb.	99.589	231.709	7.454	6.702	177.831	130.994	44.993	0
	12	99.589	231.409	8.104	6.176	173.248	126.879	44.993	0
	19	99.589	232.211	8.448	5.277	173.527	126.830	44.993	0
	26	99.589	228.797	9.338	4.430	186.437	139.938	45.001	0
	5 mar.	99.589	228.538	8.591	4.890	190.857	144.836	45.001	0
	12	99.589	227.441	9.834	3.990	188.013	141.819	45.001	0
	19	99.589	228.150	9.027	4.445	165.292	119.020	45.001	0
	26	99.589	228.549	8.925	3.780	192.221	146.030	45.005	0
	2 apr.	105.323	242.761	10.618	3.492	187.687	140.975	44.994	0
	9	105.323	243.199	10.331	3.789	152.226	105.607	44.994	0
	16	105.323	241.250	11.488	4.146	180.495	133.600	44.994	0
	23	105.323	240.702	11.963	4.033	168.543	117.043	44.994	0
	30	105.323	240.747	11.683	4.002	174.322	128.023	44.999	0
	7 mag.	105.323	239.350	12.366	4.018	166.184	119.944	44.984	0
	14	105.323	238.483	12.091	4.088	166.060	119.953	44.981	0
	21	105.323	240.921	11.904	4.265	167.728	120.953	44.981	0
	28	105.323	237.639	12.383	4.350	185.070	138.992	45.008	0
	4 giu.	105.307	236.031	12.428	4.345	184.680	139.032	44.997	0
	11	105.307	238.154	12.499	4.216	174.876	129.020	44.997	0
	18	105.307	237.871	12.156	4.031	170.664	125.012	44.997	0
	25	105.307	238.361	11.927	3.941	170.641	125.020	44.997	0

#### 2. Passività

		Banconote	Passività in				Operazioni temporanee di fine-tuning	Depositi connessi a scarti di garanzia	Certificati di debito
			euro verso controparti del settore finanziario del- l'area dell'euro	Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	Depositi overnight	Depositi a tempo determinato			
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	5 feb.	328.262	109.138	108.127	1.010	0	0	1	11.650
	12	327.341	106.048	105.821	226	0	0	1	11.650
	19	324.490	97.297	95.419	1.870	0	0	8	11.650
	26	325.207	99.970	99.261	705	0	0	4	11.650
	5 mar.	328.763	115.173	114.900	210	0	0	63	11.650
	12	328.646	108.092	107.621	436	0	0	35	11.650
	19	327.281	87.857	84.427	3.410	0	0	20	11.650
	26	327.128	100.416	100.274	130	0	0	12	11.650
	2 apr.	335.331	104.850	104.298	536	0	0	16	10.158
	9	333.367	79.332	79.117	213	0	0	2	10.158
	16	330.839	120.752	120.462	283	0	0	7	10.158
	23	328.984	90.190	89.605	580	0	0	5	10.158
	30	332.280	104.395	104.241	119	0	0	35	10.158
	7 mag.	335.708	101.663	101.459	197	0	0	7	10.158
	14	337.375	99.361	99.229	118	0	0	14	10.158
	21	335.245	102.373	99.795	2.561	0	0	17	10.158
	28	335.148	109.331	109.194	134	0	0	3	10.158
	4 giu.	338.980	106.950	106.826	101	0	0	23	10.158
	11	338.947	96.441	96.278	155	0	0	8	10.158
	18	337.865	103.238	103.141	91	0	0	6	10.158
	25	337.877	97.499	97.383	101	0	0	15	10.158

Fonte: BCE.

								Totale		
Operazioni temporanee di tipo strutturale	Operazioni di rifinanziamento marginale	Crediti connessi a scarti di garanzia	Altri crediti	Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	Altre attività				
9	10	11	12	13	14	15	16			
0	592	101	997	22.549	60.185	81.428	687.447	1999	5 feb.	
0	210	102	1.064	23.255	60.185	78.270	680.236		12	
0	592	95	1.017	23.868	60.185	78.786	681.891		19	
0	423	102	973	24.281	60.185	79.584	692.641		26	
0	97	62	861	24.638	60.185	80.785	698.073		5 mar.	
0	161	95	937	25.365	60.185	78.637	693.054		12	
0	188	118	965	25.036	60.185	76.559	668.283		19	
0	171	149	866	26.107	60.185	80.040	699.396		26	
0	665	178	875	26.640	60.186	81.041	717.748		2 apr.	
0	710	72	843	26.511	60.186	77.903	679.468		9	
0	1.019	128	754	25.871	60.186	76.831	705.590		16	
0	5.591	138	777	26.181	60.186	74.786	691.717		23	
0	500	47	753	26.088	60.186	75.945	698.296		30	
0	481	52	723	26.047	60.186	78.650	692.124		7 mag.	
0	366	55	705	26.030	60.186	75.266	687.527		14	
0	950	65	779	25.945	60.186	74.813	691.085		21	
0	479	63	528	25.873	60.180	74.249	705.060		28	
0	229	32	390	25.957	60.156	77.522	706.426		4 giu.	
0	397	30	432	26.137	60.156	75.708	697.053		11	
0	193	29	433	25.929	60.156	75.657	691.771		18	
0	165	29	430	26.088	60.156	79.223	695.644		25	

								Totale		
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	Contropartite dei DSP dell'FMI	Rivalutazioni	Capitale e riserve	Altre passività			
9	10	11	12	13	14	15	16	17		
44.017	8.161	810	5.827	5.767	59.658	51.279	62.878	687.447	1999	5 feb.
43.556	7.840	733	6.395	5.767	59.658	51.279	59.969	680.236		12
54.905	8.052	746	7.172	5.767	59.658	51.279	60.875	681.891		19
62.143	7.739	777	6.385	5.767	59.658	51.280	62.065	692.641		26
49.724	7.141	778	6.910	5.767	59.658	51.280	61.229	698.073		5 mar.
53.503	7.820	828	6.860	5.767	59.658	51.281	58.949	693.054		12
49.493	8.100	856	6.729	5.767	59.658	51.281	59.611	668.283		19
64.280	7.663	856	7.780	5.767	59.658	51.281	62.917	699.396		26
48.234	8.468	917	7.381	6.043	78.685	54.146	63.535	717.748		2 apr.
39.644	7.936	940	7.684	6.043	78.479	54.147	61.738	679.468		9
38.048	7.830	930	7.389	6.043	78.479	54.147	50.975	705.590		16
57.279	7.617	969	7.629	6.043	78.479	54.638	49.731	691.717		23
44.993	7.207	994	7.931	6.043	78.479	54.639	51.177	698.296		30
36.822	6.993	998	7.925	6.043	78.479	54.666	52.669	692.124		7 mag.
35.681	7.557	896	7.199	6.043	78.479	54.694	50.084	687.527		14
35.029	8.111	948	8.847	6.042	78.479	54.694	51.159	691.085		21
43.906	7.751	938	8.838	6.043	78.479	54.809	49.659	705.060		28
44.070	7.457	902	7.269	6.042	78.479	54.858	51.261	706.426		4 giu.
45.428	7.275	776	9.603	6.042	78.479	53.227	50.677	697.053		11
36.035	6.918	733	9.028	6.042	78.479	53.226	50.049	691.771		18
40.939	7.075	734	9.265	6.042	78.479	53.227	54.349	695.644		25

## 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. <sup>1)</sup>	2,75	0,75	3,25	-1,25
22 gen.	2,00	-0,75	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	3,50	-1,00

Fonte: BCE.

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

## Tavola 1.3

### Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta <sup>1)</sup>

(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 3 mar.	1.100.797	67.000	3,00			14	
10	950.369	75.000	3,00			14	
17	335.249	44.000	3,00			14	
24	372.647	102.000	3,00			14	
31	118.683	39.000	3,00			14	
7 apr.	67.353	67.353	3,00			14	
14	781.721	67.000	2,50			14	
21	612.275	50.000	2,50			14	
28	754.825	78.000	2,50			14	
5 mag.	655.789	42.000	2,50			14	
12	708.881	78.000	2,50			14	
19	638.583	43.000	2,50			14	
26	784.380	96.000	2,50			14	
2 giu.	698.358	43.000	2,50			14	
9	907.145	86.000	2,50			14	
16	922.203	39.000	2,50			14	
23	1.165.521	86.000	2,50			14	
30	1.222.128	57.000	2,50			14	
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
Data di regolamento	Importi richiesti 1	Importi aggiudicati 2	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni) 6	
			Tasso fisso 3	Tasso marginale 4	Tasso medio ponderato 5		
1999 14 gen.	79.846	15.000		3,13		42	
14	39.343	15.000		3,10		70	
14	46.152	15.000		3,08		105	
25 feb.	77.300	15.000		3,04		91	
25 mar.	53.659	15.000		2,96	2,97	98	
29 apr.	66.911	15.000		2,53	2,54	91	
27 mag.	72.294	15.000		2,53	2,54	91	
1 lug.	76.284	15.000		2,63	2,64	91	
Altre operazioni effettuate mediante asta							
Data di regolamento	Tipo di operazione 1	Importi richiesti 2	Importi aggiudicati 3	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni) 7
				Tasso fisso 4	Tasso marginale 5	Tasso medio ponderato 6	

1999

Fonte: BCE.

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

## Tavola 1.4

### Statistiche sulla riserva obbligatoria

#### 1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva <sup>1) 2)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

Periodo	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2%			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0%		
		Depositi (in conto corrente; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi)	Titoli obbligazionari fino a 2 anni	Titoli di mercato monetario	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi)	Pronti contro termine	Titoli obbligazionari oltre i due anni
	1	2	3	4	5	6	7
1999 gen.	8.699,7	4.839,2	83,1	146,0	1.196,9	510,6	1.923,8
feb.	8.731,2	4.801,5	86,9	148,9	1.203,6	543,9	1.946,5
mar.	8.777,8	4.803,9	88,8	151,2	1.217,7	549,8	1.966,4
apr.	8.834,9	4.827,7	93,3	160,3	1.223,1	542,0	1.988,6
mag. (p)	8.896,8	4.875,9	101,2	157,9	1.218,7	541,4	2.001,6

Fonte: BCE.

- 1) Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle sue emissioni di titoli obbligazionari con scadenza fino a 2 anni e dei titoli di mercato monetario detenuti dalle istituzioni indicate, può dedurre il 10 per cento di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva.
- 2) I periodi di mantenimento decorrono dal giorno 24 di ciascun mese al giorno 23 del mese successivo; l'ammontare dell'obbligo di riserva è calcolato in base alle consistenze delle passività soggette a riserva alla fine del mese precedente.

#### 2. Assolvimento dell'obbligo di riserva <sup>1)</sup>

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

Periodo di mantenimento terminante in:	Riserve dovute <sup>2)</sup>	Riserve effettive <sup>3)</sup>	Riserve in eccesso <sup>4)</sup>	Inadempienze <sup>5)</sup>	Tasso di interesse sulla riserva obbligatoria <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5
1999 feb.	98,3	99,3	1,1	0,1	3,00
mar.	100,6	101,5	0,9	0,1	3,00
apr.	100,1	100,7	0,6	0,0	2,84
mag.	100,2	101,0	0,8	0,0	2,50
giu.	100,9	101,5	0,6	0,0	2,50
lug. (p)	102,0				

Fonte: BCE.

- 1) Questa tavola riporta tutti i dati per i periodi di mantenimento già terminati; riporta il solo ammontare dell'obbligo di riserva per il periodo in corso.
- 2) L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituto di credito è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese; successivamente, ogni istituto di credito sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro.
- 3) Depositi giornalieri medi detenuti dagli istituti di credito soggetti a un obbligo di riserva positivo sui propri conti di riserva durante il periodo di mantenimento.
- 4) Riserve medie effettive nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute, calcolate per quegli istituti di credito che hanno rispettato l'obbligo di riserva.
- 5) Differenza media tra le riserve dovute nel periodo di mantenimento e quelle effettive, calcolata per gli istituti di credito che non hanno rispettato l'obbligo di riserva.
- 6) Questo tasso è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni lavorativi) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. tavola 1.3).

## Tavola I.5

### Posizione di liquidità del sistema bancario <sup>1)</sup>

(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 <sup>4)</sup>	Base monetaria <sup>5)</sup>
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Depositi overnight presso l'Eurosistema	Circolante	Conti delle Amm. centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto) <sup>3)</sup>		
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Altre operazioni <sup>2)</sup>	Operazioni di rifinanziamento marginale						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1999 feb.	328,2	104,6	34,2	30,6	3,8	1,3	329,3	41,1	29,5	100,2	430,8
mar.	323,6	136,4	45,0	0,0	0,4	1,4	326,9	49,9	25,0	102,2	430,5
apr.	338,4	130,1	45,0	0,0	0,7	0,3	331,0	42,9	38,9	101,1	432,4
mag.	342,5	121,6	45,0	0,0	0,8	0,4	333,8	36,3	38,1	101,3	435,5
giu.	339,8	132,0	45,0	0,0	0,3	0,6	337,0	40,4	37,2	101,9	439,5

Fonte: BCE.

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



## 2 Andamenti monetari nell'area dell'euro

**Tavola 2.1**

### Bilancio aggregato dell'Eurosistema <sup>1) 2)</sup>

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

#### 1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro				Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro			Attività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>3)</sup>	Immobiliizzazioni	Altre attività	Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11				
1998 gen.	234,9	213,3	21,2	0,4	111,7	1,0	109,3	1,5	2,9	0,3	2,6	294,3	7,2	43,0	694,0
feb.	257,7	235,9	21,2	0,7	108,2	1,0	105,8	1,5	2,9	0,4	2,5	294,6	7,3	44,3	715,1
mar.	242,7	221,3	21,2	0,2	106,6	1,2	104,2	1,3	3,0	0,4	2,6	294,0	7,5	41,3	695,1
apr.	237,2	215,6	21,2	0,4	102,5	1,4	100,2	0,9	3,0	0,4	2,6	298,4	7,6	45,7	694,4
mag.	239,3	217,8	21,2	0,3	101,9	1,6	99,4	0,9	3,0	0,4	2,6	301,7	7,7	48,8	702,4
giu.	325,0	303,7	21,1	0,2	105,4	4,8	99,7	0,8	3,2	0,6	2,6	288,4	7,8	49,8	779,7
lug.	338,2	316,9	21,1	0,2	87,8	1,1	85,9	0,8	4,8	2,1	2,8	292,5	8,0	51,9	783,3
ago.	339,9	318,5	21,1	0,2	88,1	0,9	86,3	0,9	4,8	2,0	2,8	290,4	8,0	56,9	788,1
set.	326,8	305,5	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,8	2,0	2,8	288,0	8,0	52,1	762,4
ott.	326,6	305,3	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7	4,8	1,9	2,9	297,9	8,1	51,7	762,3
nov.	322,2	300,7	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6	4,8	1,9	2,9	305,1	8,1	53,4	771,5
dic.	225,1	204,5	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,5	1,8	3,7	317,2	7,9	49,4	692,9
1999 gen.	451,0	430,4	20,4	0,2	89,2	1,3	87,3	0,6	8,2	4,1	4,1	416,8	9,5	56,9	1.031,5
feb.	504,5	483,9	20,4	0,2	90,7	1,5	88,6	0,5	8,3	4,2	4,1	364,6	9,5	56,6	1.034,3
mar.	513,1	492,5	20,4	0,2	93,9	1,5	91,8	0,6	8,4	4,2	4,1	425,7	9,4	52,2	1.102,7
apr.	486,4	465,8	20,4	0,2	93,1	1,2	91,2	0,7	8,4	4,3	4,1	435,0	9,7	52,7	1.085,4
mag. (p)	415,4	394,8	20,4	0,2	93,1	1,6	90,8	0,7	8,7	4,5	4,2	391,7	9,7	56,9	975,5

#### 2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro			Altre Amm. pubb./altri residenti	Titoli di mercato monetario	Titoli obbligazionari	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>3)</sup>	Altre passività	Totale
		1	2	3							
1998 gen.	339,9	136,3	83,4	50,7	2,2	13,9	16,3	109,2	16,1	62,3	694,0
feb.	339,9	159,2	93,7	61,5	4,0	13,3	16,5	107,4	15,1	63,7	715,1
mar.	340,5	137,9	88,4	46,8	2,7	11,3	17,2	106,6	15,3	66,3	695,1
apr.	343,8	131,3	84,8	44,3	2,2	12,0	16,9	105,6	16,4	68,4	694,4
mag.	346,1	141,8	90,9	47,0	4,0	13,1	15,3	105,3	15,9	64,8	702,4
giu.	345,4	208,0	149,3	54,2	4,5	13,5	14,1	113,4	20,8	64,4	779,7
lug.	350,4	199,9	132,8	64,0	3,0	13,9	14,3	112,1	24,0	68,8	783,3
ago.	344,6	208,8	135,5	69,7	3,5	12,4	13,5	112,0	21,6	75,1	788,1
set.	341,5	195,9	124,4	67,1	4,5	11,2	12,8	108,2	23,2	69,7	762,4
ott.	342,3	198,2	129,2	64,7	4,3	11,7	11,8	108,5	22,6	67,2	762,3
nov.	344,1	210,5	147,3	56,8	6,4	12,5	11,6	105,1	20,0	67,8	771,5
dic.	359,1	146,9	89,0	55,0	2,9	7,2	6,7	97,1	18,6	57,4	692,9
1999 gen.	343,8	383,2	326,7	50,3	6,2	6,3	5,3	125,7	99,3	67,8	1.031,5
feb.	342,4	451,5	389,8	55,0	6,7	6,3	5,3	122,9	49,9	56,0	1.034,3
mar.	348,3	454,3	391,4	55,1	7,9	4,9	5,3	137,9	97,7	54,3	1.102,7
apr.	349,6	432,0	386,8	38,8	6,4	4,9	5,3	138,9	104,8	50,0	1.085,4
mag. (p)	352,9	358,8	308,9	42,5	7,4	4,9 #	5,3	137,5	60,9	55,3	975,5

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.
- 3) Dal gennaio 1999 questa voce comprende anche posizioni lorde di natura temporanea nei confronti delle banche centrali nazionali degli Stati membri non facenti parte dell'area dell'euro, derivanti dal funzionamento del sistema TARGET. Queste posizioni ammontavano a circa 75 miliardi di euro alla fine di gennaio, 27 miliardi di euro alla fine di febbraio, 77 miliardi di euro alla fine di marzo, 84 miliardi di euro alla fine di aprile e 40 miliardi di euro alla fine di maggio 1999.

## Tavola 2.2

### Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro, escluso l'Eurosistema <sup>1)</sup>

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

#### 1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro				Titoli di mercato monetar.	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro			Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Immobilizzazioni	Altre attività	Totale
	1	IFM	Amm. pubb.	Altri residenti	5	IFM	Amm. pubb.	Altri residenti		10	IFM	Altri residenti				
1998 gen.	8.501,3	2.974,4	806,4	4.720,6	1.911,0	648,2	1.074,0	188,9	104,8	351,2	102,2	249,0	1.597,3	236,4	826,4	13.528,4
feb.	8.538,7	2.986,8	807,9	4.744,0	1.932,1	651,8	1.086,2	194,1	106,3	363,7	106,6	257,1	1.623,6	236,7	831,4	13.632,5
mar.	8.561,6	2.979,8	806,0	4.775,8	1.957,2	654,9	1.103,7	198,6	105,1	384,4	110,9	273,5	1.676,7	238,0	811,3	13.734,4
apr.	8.617,1	2.999,7	810,9	4.806,5	1.978,1	664,3	1.114,8	199,1	105,7	396,1	114,0	282,1	1.634,0	238,2	830,8	13.800,1
mag.	8.618,2	2.994,0	799,7	4.824,4	2.000,0	670,8	1.126,5	202,7	105,7	404,0	116,4	287,7	1.632,9	247,0	845,6	13.853,4
giu.	8.752,6	3.070,5	805,8	4.876,4	2.014,5	681,3	1.137,6	195,5	104,1	401,0	118,2	282,8	1.674,8	240,2	736,3	13.923,5
lug.	8.732,2	3.013,8	801,4	4.917,0	2.035,7	697,5	1.137,2	201,0	104,0	392,2	117,2	275,1	1.632,7	235,3	779,7	13.911,9
ago.	8.756,1	3.035,8	803,9	4.916,4	2.041,4	703,8	1.136,1	201,6	103,7	386,4	118,2	268,3	1.641,1	236,3	768,9	13.933,9
set.	8.820,5	3.049,0	806,9	4.964,6	2.047,5	709,6	1.135,8	202,2	102,2	379,7	109,6	270,1	1.624,9	237,0	782,1	13.993,9
ott.	8.943,6	3.131,9	812,8	4.998,9	2.070,4	709,9	1.154,6	205,9	101,9	386,8	115,7	271,1	1.621,2	239,0	782,1	14.145,0
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.	9.047,7	3.130,2	821,3	5.096,2	2.031,9	731,1	1.107,3	193,6	101,5	423,0	121,8	301,2	1.587,6	243,3	795,0	14.230,1
1999 gen.	9.266,9	3.344,5	821,2	5.101,1	2.060,0	738,6	1.115,0	206,3	103,8	431,5	102,0	329,5	1.631,5	244,0	947,5	14.685,2
feb.	9.164,8	3.233,0	821,7	5.110,1	2.075,7	746,6	1.126,2	202,8	108,2	442,6	107,7	334,9	1.586,9	242,9	967,2	14.588,2
mar.	9.218,6	3.235,6	818,7	5.164,3	2.082,0	762,5	1.122,8	196,7	95,4	468,9	114,5	354,5	1.640,9	243,7	895,0	14.644,5
apr.	9.265,5	3.266,3	811,5	5.187,8	2.098,3	776,0	1.121,2	201,2	101,2	482,0	114,1	367,9	1.629,1	245,4	865,6	14.687,2
mag. (p)	9.279,2	3.243,2	810,0	5.226,0	2.135,9	789,8	1.138,2	207,9	95,7	498,1	115,4	382,7	1.613,8	246,5	859,9	14.729,1

#### 2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro								Quote di fondi comuni monetari	Titoli obbligazionari	Titoli di mercato monet.	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Totale			
		2	IFM	Amm. centrale	Altre pubbliche /altri residenti	In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavv.	Pronti contro termine								5	6	7
1998 gen.	0,4	7.782,1	3.029,5	95,9	4.656,6	1.179,8	1.917,8	1.341,8	217,1	253,7	1.946,6	145,2	690,8	1.436,0	1.273,7	13.528,4			
feb.	0,4	7.829,7	3.066,1	98,4	4.665,2	1.181,7	1.922,1	1.345,1	216,3	255,7	1.969,9	147,2	696,0	1.469,8	1.263,9	13.632,5			
mar.	0,4	7.836,4	3.077,0	92,8	4.666,7	1.210,8	1.897,2	1.346,4	212,2	255,5	1.987,2	149,5	710,3	1.521,2	1.273,7	13.734,4			
apr.	0,4	7.867,3	3.079,7	97,2	4.690,3	1.225,3	1.912,4	1.346,0	206,6	258,3	2.001,5	156,3	702,6	1.492,4	1.321,3	13.800,1			
mag.	0,4	7.890,0	3.092,8	88,2	4.709,0	1.242,3	1.910,6	1.347,9	208,2	261,2	2.013,3	150,9	712,2	1.485,2	1.340,2	13.853,4			
giu.	0,4	7.999,4	3.174,8	94,0	4.730,5	1.289,8	1.890,8	1.346,5	203,4	259,8	2.042,4	145,9	718,7	1.496,1	1.260,8	13.923,5			
lug.	0,4	7.961,8	3.163,3	92,4	4.706,1	1.250,8	1.893,9	1.345,9	215,5	259,8	2.063,1	152,8	720,1	1.472,9	1.281,2	13.911,9			
ago.	0,4	7.982,1	3.183,7	95,4	4.702,9	1.241,8	1.905,4	1.347,6	208,2	264,7	2.074,7	152,9	720,1	1.475,8	1.263,3	13.933,9			
set.	0,4	8.013,6	3.212,6	96,3	4.704,7	1.260,9	1.889,5	1.346,6	207,7	260,3	2.074,8	153,2	718,4	1.484,9	1.288,4	13.993,9			
ott.	0,4	8.105,1	3.285,9	97,0	4.722,2	1.266,2	1.887,8	1.349,8	218,3	258,4	2.077,7	160,2	722,5	1.532,4	1.288,3	14.145,0			
nov.	0,4	8.213,4	3.370,6	98,2	4.744,6	1.306,2	1.887,6	1.352,5	198,3	259,6	2.093,6	168,6	724,3	1.600,1	1.296,6	14.356,6			
dic.	0,4	8.233,8	3.283,0	101,3	4.849,5	1.379,1	1.907,0	1.385,4	178,0	241,1	2.091,0	165,3	727,5	1.516,1	1.254,9	14.230,1			
1999 gen.	0,4	8.369,3	3.427,0	87,5	4.854,8	1.399,7	1.972,7	1.309,8	172,5	272,0	2.125,5	174,1	738,2	1.601,6	1.404,2	14.685,2			
feb.	0,4	8.270,6	3.339,4	91,2	4.840,0	1.372,9	1.970,0	1.312,5	184,7	286,5	2.150,8	179,1	742,9	1.600,8	1.357,0	14.588,2			
mar.	0,5	8.314,0	3.372,4	85,8	4.855,9	1.384,0	1.982,7	1.309,7	179,6	279,7	2.175,9	178,5	749,6	1.618,8	1.327,6	14.644,5			
apr.	0,5	8.317,2	3.364,5	84,7	4.868,1	1.402,0	1.980,2	1.313,0	172,9	297,4	2.206,3	187,5	759,7	1.634,2	1.284,4	14.687,2			
mag. (p)	0,5	8.340,1	3.364,0	85,5	4.890,6	1.433,7	1.970,8	1.312,4	173,8	296,3	2.229,4	188,3	767,9	1.660,7	1.245,9	14.729,1			

Fonte: BCE.

1) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti.

## Tavola 2.3

### Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro, incluso l'Eurosistema<sup>1)2)</sup>

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

#### 1. Attività: consistenze

	Prestiti			Titoli			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>4)</sup>	Immobili- lizzazioni	Altre attività	Totale
	a residenti nell'area dell'euro	Amm. pubbliche	Altri residenti	diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro	Amm. pubbliche	Altri residenti					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 gen.	5.548,5	827,5	4.721,0	1.373,6	1.183,2	190,4	251,6	1.891,6	243,6	840,5	10.149,4
feb.	5.573,8	829,1	4.744,7	1.387,6	1.192,0	195,6	259,6	1.918,2	244,0	847,1	10.230,3
mar.	5.603,2	827,2	4.776,0	1.407,7	1.207,9	199,8	276,1	1.970,7	245,5	823,5	10.326,7
apr.	5.639,0	832,1	4.806,9	1.414,9	1.215,0	199,9	284,7	1.932,4	245,8	847,0	10.363,9
mag.	5.645,6	820,9	4.824,7	1.429,4	1.225,9	203,5	290,3	1.934,6	254,7	865,1	10.419,7
giu.	5.703,4	826,9	4.876,6	1.433,7	1.237,3	196,4	285,4	1.963,3	248,0	755,8	10.389,6
lug.	5.739,7	822,5	4.917,2	1.424,9	1.223,1	201,8	277,9	1.925,2	243,3	801,4	10.412,5
ago.	5.741,6	825,0	4.916,7	1.424,8	1.222,4	202,4	271,1	1.931,5	244,3	795,6	10.408,9
set.	5.792,8	828,0	4.964,8	1.419,6	1.216,7	202,9	272,9	1.912,9	245,0	804,2	10.447,5
ott.	5.833,1	833,9	4.999,1	1.432,9	1.226,3	206,6	273,9	1.919,1	247,1	804,4	10.510,4
nov.	5.884,4	840,7	5.043,7	1.429,4	1.228,1	201,3	287,4	1.971,2	249,3	818,3	10.640,1
dic.	5.938,0	841,6	5.096,4	1.387,6	1.193,5	194,1	304,9	1.904,8	251,2	808,7	10.595,2
1999 gen.	5.942,9	841,7	5.101,3	1.409,2	1.202,3	206,9	333,6	2.048,3	253,5	973,8	10.961,3
feb.	5.952,4	842,2	5.110,3	1.418,2	1.214,9	203,3	339,0	1.951,5	252,3	994,0	10.907,5
mar.	6.003,6	839,1	5.164,5	1.411,9	1.214,7	197,2	358,6	2.066,6	253,1	916,2	11.010,0
apr.	6.019,8	831,9	5.187,9	1.414,2	1.212,3	201,9	372,1	2.064,1	255,1	888,1	11.013,5
mag. (p)	6.056,7	830,4	5.226,2	1.437,6	1.229,0	208,6	386,9	2.005,5	256,2	885,0	11.027,8

#### 2. Passività: consistenze

	Circolante	Depositi della Amm. centrale	Depositi di altre Amm.					Quote di fondi comuni monetari /titoli di mercato monetario	Titoli obbligaz.	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>4)</sup>	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale
			In conto corrente	Con durata prestab.	Rimbor- sabili con preavviso	Pronti contro termine	pubb./altri residenti nell'area dell'euro							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998 gen.	311,4	146,6	4.658,8	1.182,1	1.917,8	1.341,8	217,1	308,0	1.313,8	697,5	1.452,0	1.336,0	-74,8	10.149,4
feb.	311,7	160,0	4.669,2	1.185,6	1.922,1	1.345,1	216,3	309,8	1.333,7	696,5	1.484,9	1.327,6	-62,9	10.230,3
mar.	311,8	139,6	4.669,4	1.213,6	1.897,2	1.346,4	212,2	311,2	1.348,3	705,7	1.536,6	1.340,0	-35,8	10.326,7
apr.	314,8	141,6	4.692,5	1.227,5	1.912,4	1.346,0	206,6	320,9	1.352,7	693,8	1.508,8	1.389,7	-50,8	10.363,9
mag.	317,2	135,1	4.713,0	1.246,3	1.910,6	1.347,9	208,2	319,4	1.356,3	700,8	1.501,2	1.405,0	-28,2	10.419,7
giu.	315,5	148,2	4.735,0	1.294,3	1.890,8	1.346,5	203,4	315,1	1.370,3	713,4	1.516,9	1.325,2	-50,1	10.389,6
lug.	320,6	156,4	4.709,1	1.253,8	1.893,9	1.345,9	215,5	322,3	1.378,7	713,1	1.496,9	1.349,9	-34,6	10.412,5
ago.	314,9	165,2	4.706,4	1.245,3	1.905,4	1.347,6	208,2	326,2	1.383,4	712,0	1.497,4	1.338,4	-35,1	10.408,9
set.	311,9	163,3	4.709,2	1.265,4	1.889,5	1.346,6	207,7	322,5	1.377,0	715,0	1.508,1	1.358,1	-17,6	10.447,5
ott.	313,4	161,7	4.726,5	1.270,5	1.887,8	1.349,8	218,3	328,5	1.378,6	713,3	1.555,0	1.355,5	-22,2	10.510,4
nov.	314,3	155,0	4.751,0	1.312,5	1.887,6	1.352,5	198,4	331,8	1.384,8	710,7	1.620,1	1.364,4	8,0	10.640,1
dic.	323,8	156,3	4.852,4	1.382,1	1.907,0	1.385,4	178,0	312,0	1.365,5	701,0	1.534,7	1.312,3	37,2	10.595,2
1999 gen.	313,6	137,9	4.861,0	1.405,9	1.972,7	1.309,8	172,5	348,5	1.390,8	757,9	1.700,9	1.472,0	-21,3	10.961,3
feb.	313,0	146,2	4.846,8	1.379,6	1.970,0	1.312,5	184,7	363,8	1.408,0	753,9	1.650,7	1.413,0	12,2	10.907,5
mar.	317,8	140,8	4.863,8	1.391,8	1.982,7	1.309,7	179,6	367,6	1.417,2	768,8	1.716,5	1.381,9	35,7	11.010,0
apr.	319,9	123,5	4.874,4	1.408,3	1.980,2	1.313,0	173,0	388,5	1.434,5	780,2	1.738,9	1.334,4	19,2	11.013,5
mag. (p)	321,6	128,0	4.898,1	1.441,0	1.970,8	1.312,4	173,8	393,7	1.443,3	785,5	1.721,5	1.301,2	35,0	11.027,8

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.
- 3) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e qualsiasi altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 4) Dal gennaio 1999 questa voce comprende anche posizioni lorde di natura temporanea nei confronti delle banche centrali nazionali degli Stati membri non facenti parte dell'area dell'euro, derivanti dal funzionamento del sistema TARGET. Queste posizioni ammontano a circa 75 miliardi di euro alla fine di gennaio, 27 miliardi di euro alla fine di febbraio, 77 miliardi di euro alla fine di marzo, 84 miliardi di euro alla fine di aprile e 40 miliardi di euro alla fine di maggio 1999.

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati))

### 3. Attività: flussi <sup>3)</sup>

											Totale
	Prestiti			Titoli			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>4)</sup>	Immobi- lizzazioni	Altre attività	
	a residenti nell'area dell'euro	Amm. pubbliche	Altri residenti	diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro	Amm. pubbliche	Altri residenti					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1998 feb.	28,5	2,4	26,1	14,1	8,8	5,3	8,0	33,2	0,4	6,2	90,4
mar.	31,0	-1,9	32,9	19,2	15,1	4,2	16,5	40,5	1,5	-23,6	85,1
apr.	39,2	5,0	34,2	7,8	7,4	0,3	8,6	-6,5	0,3	23,2	72,6
mag.	7,9	-11,1	19,0	14,7	11,0	3,7	5,6	14,9	9,0	17,9	69,9
giu.	66,8	5,9	60,9	2,9	10,7	-7,8	-6,0	9,8	-6,7	-104,5	-37,8
lug.	39,9	-4,3	44,1	-11,7	-17,3	5,6	-6,8	-17,2	-4,7	46,0	45,5
ago.	1,5	2,4	-0,9	-0,4	-0,9	0,5	-6,7	-3,1	1,0	-6,0	-13,7
set.	57,7	3,3	54,4	-4,8	-5,6	0,8	1,9	46,9	0,6	8,4	110,8
ott.	40,1	5,9	34,3	12,0	8,5	3,5	0,9	-1,5	2,2	0,3	54,1
nov.	53,4	6,7	46,7	-3,7	1,7	-5,5	13,5	26,3	2,4	13,7	105,5
dic.	63,3	1,1	62,2	-40,9	-33,7	-7,2	17,4	-60,1	2,1	-9,2	-27,4
1999 gen.	66,0	0,9	65,1	16,9	17,1	-0,2	9,7	112,2	-0,2	151,9	356,5
feb.	7,0	0,3	6,7	8,4	12,2	-3,9	5,5	-133,9	-1,2	20,2	-94,0
mar.	46,0	-3,7	49,8	9,7	8,0	1,7	19,3	66,2	0,8	-88,0	54,0
apr.	14,9	-8,8	23,7	3,2	-1,4	4,6	13,5	-17,8	2,0	-28,1	-12,4
mag. (p)	35,9	-1,5	37,4	23,1	16,6	6,5	14,8	-70,8	1,0	-3,1	1,0

### 4. Passività: flussi <sup>3)</sup>

														Totale
	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 di fondi comuni monetari /titoli di mercato monetario	Titoli obbligaz.	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>4)</sup>	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	
1998 feb.	0,4	13,3	10,9	3,7	4,7	3,2	-0,8	1,8	20,6	0,5	37,9	-7,6	12,6	90,4
mar.	0,0	-20,4	-0,9	27,5	-25,6	1,3	-4,1	1,3	14,7	12,5	42,5	8,1	27,2	85,1
apr.	3,0	2,0	25,8	14,8	16,9	-0,4	-5,6	10,1	8,2	-11,2	-3,8	53,6	-15,1	72,6
mag.	2,4	-6,5	21,5	19,2	-1,2	1,9	1,6	-1,3	6,1	7,4	1,3	16,5	22,5	69,9
giu.	-1,7	13,1	20,8	47,4	-20,4	-1,4	-4,8	-4,4	14,5	15,5	5,1	-77,6	-23,2	-37,8
lug.	5,2	8,2	-23,8	-39,7	4,3	-0,6	12,1	7,4	11,5	-1,0	-4,0	25,0	17,0	45,5
ago.	-5,7	8,8	-3,7	-8,9	10,8	1,7	-7,3	3,8	3,1	-0,1	-7,5	-11,8	-0,5	-13,7
set.	-3,1	-1,8	8,9	22,2	-12,1	-0,8	-0,4	-3,0	0,0	4,0	62,4	26,0	17,3	110,8
ott.	1,5	-1,6	16,4	4,6	-2,1	3,2	10,6	6,0	-1,7	-1,4	43,0	-3,2	-4,8	54,1
nov.	0,9	-6,7	22,3	41,1	-1,6	2,6	-19,9	3,0	4,7	-1,9	42,7	10,3	30,3	105,5
dic.	9,5	1,3	103,8	70,1	21,3	32,9	-20,5	-19,2	-19,6	-10,2	-76,3	-46,5	29,8	-27,4
1999 gen.	-9,4	-6,4	34,5	23,7	-2,4	14,6	-1,4	13,6	26,9	13,5	158,8	167,9	-42,8	356,5
feb.	-0,6	8,3	-24,3	-27,4	-11,5	2,5	12,1	14,9	13,6	-3,0	-83,3	-59,9	40,3	-94,0
mar.	4,8	-5,2	13,9	10,8	11,0	-2,9	-5,1	-0,4	11,5	14,2	39,2	-41,2	17,2	54,0
apr.	2,1	-17,4	9,4	16,1	-3,3	3,3	-6,7	20,3	16,0	11,8	9,2	-47,7	-16,2	-12,4
mag. (p)	1,7	4,5	22,4	32,3	-10,1	-0,6	0,8	5,0	7,5	6,1	-29,6	-32,2	15,7	1,0

## Tavola 2.4

### Aggregati monetari <sup>1)2)</sup>

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati) e variazioni percentuali annue, salvo diversa indicazione)

#### 1. Consistenze di fine periodo

	M1							M2		Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari/ titoli di mercato monetario	Titoli obbligazio- nari con scadenza fino a 2 anni
	M1		Totale	Indice (dic. 98=100) <sup>3)</sup>	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Indice (dic. 98=100) <sup>3)</sup>				
	Circolante	Depositi in conto corrente										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9			
1998 gen.	311,4	1.253,6	1.565,0	88,13	908,4	1.177,5	3.650,9	93,71	217,1	308,0	74,8	
feb.	311,7	1.254,1	1.565,8	88,19	905,1	1.181,6	3.652,5	93,76	216,3	309,8	79,7	
mar.	311,8	1.283,8	1.595,5	89,84	878,8	1.183,4	3.657,7	93,87	212,2	311,2	85,9	
apr.	314,8	1.295,9	1.610,7	90,75	892,6	1.185,1	3.688,4	94,72	206,6	320,9	86,4	
mag.	317,2	1.313,0	1.630,2	91,87	888,8	1.189,2	3.708,3	95,25	208,2	319,4	88,7	
giu.	315,5	1.361,7	1.677,2	94,48	871,2	1.189,0	3.737,4	95,97	203,4	315,1	87,8	
lug.	320,6	1.321,7	1.642,3	92,56	872,5	1.189,7	3.704,6	95,17	215,5	322,3	93,5	
ago.	314,9	1.312,6	1.627,5	91,71	879,3	1.192,9	3.699,7	95,02	208,2	326,2	88,9	
set.	311,9	1.331,3	1.643,2	92,71	864,6	1.192,9	3.700,7	95,18	207,7	322,5	81,2	
ott.	313,4	1.335,3	1.648,6	92,99	867,0	1.196,4	3.712,0	95,45	218,3	328,5	84,6	
nov.	314,3	1.377,0	1.691,3	95,35	870,9	1.198,9	3.761,1	96,67	198,4	331,8	81,8	
dic.	323,8	1.449,4	1.773,2	100,00	884,8	1.231,1	3.889,1	100,00	178,0	312,0	68,5	
1999 gen.	313,6	1.473,8	1.787,3	100,83	881,2	1.247,1	3.915,6	100,60	172,5	348,5	55,5	
feb.	313,0	1.443,8	1.756,8	99,05	867,4	1.251,4	3.875,7	99,51	184,7	363,8	57,3	
mar.	317,8	1.454,0	1.771,8	99,81	876,2	1.249,2	3.897,2	99,99	179,6	367,6	48,9	
apr.	319,9	1.472,1	1.792,0	100,93	870,5	1.254,1	3.916,6	100,46	173,0	388,5	53,5	
mag. (p)	321,6	1.501,5	1.823,1	102,66	861,3	1.257,5	3.941,9	101,08	173,8	393,7	59,8	

#### 2. Flussi <sup>4)</sup>

	M1							M2		Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari/ titoli di mercato monetario	Titoli obbligazio- nari con scadenza fino a 2 anni
	M1		Totale	Variazione percentuale annua <sup>4)</sup>	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Variazione percentuale annua <sup>4)</sup>				
	Circolante	Depositi in conto corrente										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9			
1998 feb.	0,4	0,7	1,1	8,3	-3,1	4,1	2,0	4,2	-0,8	1,8	4,9	
mar.	0,0	29,3	29,3	8,8	-26,9	1,8	4,2	4,4	-4,1	1,3	6,2	
apr.	3,0	13,0	16,1	10,3	15,0	1,8	32,9	5,1	-5,6	10,1	0,9	
mag.	2,4	17,5	19,9	10,1	-3,2	4,1	20,7	5,3	1,6	-1,3	2,5	
giu.	-1,7	48,1	46,4	9,6	-18,1	-0,2	28,1	5,3	-4,8	-4,4	-1,0	
lug.	5,2	-39,2	-34,1	8,2	2,3	0,7	-31,1	4,4	12,1	7,4	5,9	
ago.	-5,7	-9,4	-15,2	8,2	6,3	3,2	-5,7	4,3	-7,3	3,8	-4,8	
set.	-3,1	20,8	17,8	7,8	-11,8	0,1	6,1	4,5	-0,4	-3,0	-7,1	
ott.	1,5	3,5	5,0	7,9	2,1	3,5	10,6	4,4	10,6	6,0	3,1	
nov.	0,9	40,9	41,8	8,2	2,8	2,5	47,1	4,9	-19,9	3,0	-2,9	
dic.	9,5	72,9	82,4	9,4	15,4	31,9	129,7	5,9	-20,5	-19,2	-13,6	
1999 gen.	-9,4	24,2	14,8	14,4	-6,9	15,6	23,5	7,3	-1,4	13,6	-1,3	
feb.	-0,6	-31,1	-31,7	12,3	-15,2	4,2	-42,6	6,1	12,1	14,9	1,3	
mar.	4,8	8,8	13,6	11,1	7,5	-2,4	18,7	6,5	-5,1	-0,4	-1,8	
apr.	2,1	17,7	19,8	11,2	-6,3	4,9	18,4	6,1	-6,7	20,3	1,7	
mag. (p)	1,7	29,0	30,7	11,7	-9,8	3,4	24,4	6,1	0,8	5,0	6,1	

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, in particolare in seguito alla correzione di alcuni dati di flusso pubblicati il 31 maggio.
- 3) Ponendo uguale a 100 il livello (non destagionalizzato) delle consistenze al dicembre 1998, l'indice riflette il prodotto cumulativo delle variazioni a quella data, calcolate in base ai flussi, come descritto nella nota 4. La variazione percentuale dell'indice tra due date corrisponde alla variazione dell'aggregato depurata degli effetti di tali riclassificazioni ecc.
- 4) Calcolati sulla base delle differenze tra i livelli di fine mese, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

M3			Per memoria: passività non monetarie delle istituzioni finanziarie monetarie							
Totale	Indice (dic. 98=100) <sup>3)</sup>	<sup>3)</sup>						Totale		
12	13	14	Depositi			Titoli obbligazionari con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve	19	20	
			Con durata prestabilita oltre i 2 anni	Rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi		18	19	20		
4.250,9	95,38		1.227,7	1.010,0	217,7	1.239,0	697,5	3.164,2	1998 gen.	
4.258,3	95,56		1.235,2	1.017,7	217,5	1.254,0	696,5	3.185,7	feb.	
4.267,0	95,73		1.235,8	1.019,1	216,8	1.262,5	705,7	3.203,9	mar.	
4.302,4	96,59		1.235,2	1.020,5	214,7	1.266,2	693,8	3.195,2	apr.	
4.324,6	97,12		1.235,3	1.022,3	213,0	1.267,5	700,8	3.203,6	mag.	
4.343,8	97,53		1.232,2	1.020,2	212,0	1.282,5	713,4	3.228,0	giu.	
4.335,9	97,40		1.232,6	1.021,8	210,8	1.285,2	713,1	3.230,9	lug.	
4.323,0	97,09		1.236,5	1.026,6	209,9	1.294,6	712,0	3.243,0	ago.	
4.312,1	96,99		1.234,7	1.025,3	209,3	1.295,8	715,0	3.245,5	set.	
4.343,4	97,67		1.230,4	1.021,3	209,1	1.294,1	713,3	3.237,8	ott.	
4.373,1	98,28		1.226,7	1.017,2	209,5	1.302,9	710,7	3.240,3	nov.	
4.447,6	100,00		1.237,4	1.022,8	214,6	1.297,0	701,0	3.235,4	dic.	
4.492,1	100,77		1.215,4	1.092,3	123,1	1.335,3	757,9	3.308,6	1999 gen.	
4.481,4	100,45		1.225,2	1.103,3	121,8	1.350,6	753,9	3.329,7	feb.	
4.493,3	100,71		1.228,1	1.107,2	120,9	1.368,3	768,8	3.365,2	mar.	
4.531,5	101,46		1.229,3	1.110,6	118,7	1.381,0	780,2	3.390,5	apr.	
4.569,2	102,28		1.225,7	1.110,5	115,2	1.383,5	785,5	3.394,6	mag. (p)	

M3			Per memoria: passività non monetarie delle istituzioni finanziarie monetarie							
Totale	Variazione percentuale annua <sup>4)</sup>	Media mobile centrata di tre mesi						Totale		
12	13	14	Depositi			Titoli obbligazionari con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve	19	20	
			Con durata prestabilita oltre i 2 anni	Rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi		18	19	20		
8,0	4,6	4,7	7,6	7,8	-0,2	15,6	0,5	23,7	1998 feb.	
7,6	4,7	4,9	0,5	1,2	-0,8	8,5	12,5	21,5	mar.	
38,3	5,2	5,0	-0,1	1,9	-2,0	7,2	-11,2	-4,1	apr.	
23,5	5,0	5,1	0,2	1,9	-1,7	3,6	7,4	11,2	mag.	
18,0	4,9	4,9	-3,3	-2,3	-1,0	15,5	15,5	27,7	giu.	
-5,6	4,8	4,7	0,7	1,9	-1,2	5,6	-1,0	5,3	lug.	
-14,0	4,5	4,6	3,6	4,5	-0,9	7,9	-0,1	11,4	ago.	
-4,4	4,4	4,6	-0,9	-0,4	-0,6	7,1	4,0	10,2	set.	
30,2	4,8	4,6	-4,4	-4,2	-0,2	-4,8	-1,4	-10,6	ott.	
27,3	4,6	4,7	-4,0	-4,4	0,4	7,6	-1,9	1,6	nov.	
76,5	4,7	5,0	11,4	5,9	5,5	-6,1	-10,2	-4,9	dic.	
34,3	5,6	5,2	3,7	4,7	-1,0	28,2	13,5	45,4	1999 gen.	
-14,2	5,1	5,3	2,4	3,7	-1,3	12,3	-3,0	11,7	feb.	
11,4	5,2	5,1	2,7	3,5	-0,8	13,3	14,2	30,2	mar.	
33,7	5,0	5,2	0,9	3,2	-2,2	14,3	11,8	27,1	apr.	
36,4	5,3	-	-3,9	-0,4	-3,5	1,3	6,1	3,5	mag. (p)	

## Tavola 2.4

### Aggregati monetari <sup>1) 2)</sup>

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati) e variazioni percentuali annue, salvo diversa indicazione)

#### 3. Consistenze destagionalizzate

								M3		
					M2		Strumenti negoziabili <sup>5)</sup>		Totale	Indice <sup>3)</sup>
	M1		Altri depositi a breve <sup>4)</sup>		Totale	Indice <sup>3)</sup>	Totale			
	Totale	Indice <sup>3)</sup>	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998 gen.	1.570,0	88,42	2.058,3		3.628,4	93,16	607,8		4.236,2	95,15
feb.	1.587,4	89,40	2.063,1		3.650,5	93,74	601,5		4.252,0	95,52
mar.	1.603,7	90,30	2.063,2		3.666,9	94,14	608,3		4.275,2	96,01
apr.	1.621,8	91,38	2.064,2		3.686,0	94,69	607,1		4.293,2	96,48
mag.	1.628,6	91,78	2.070,1		3.698,7	95,03	603,1		4.301,8	96,71
giu.	1.646,6	92,76	2.072,4		3.719,0	95,53	604,6		4.323,6	97,17
lug.	1.644,6	92,69	2.070,2		3.714,8	95,46	624,4		4.339,2	97,57
ago.	1.652,6	93,12	2.074,9		3.727,5	95,77	610,4		4.337,9	97,52
set.	1.660,4	93,68	2.076,6		3.736,9	96,15	610,9		4.347,8	97,89
ott.	1.672,0	94,31	2.078,0		3.750,0	96,46	632,0		4.382,1	98,63
nov.	1.684,0	94,94	2.094,5		3.778,5	97,15	615,5		4.394,0	98,85
dic.	1.701,0	95,93	2.106,4		3.807,4	97,93	591,1		4.398,5	99,00
1999 gen.	1.787,9	100,87	2.099,8		3.887,7	99,92	585,6		4.473,3	100,45
feb.	1.774,6	100,05	2.095,5		3.870,1	99,40	602,0		4.472,1	100,34
mar.	1.784,8	100,55	2.124,9		3.909,7	100,34	596,4		4.506,1	101,09
apr.	1.802,8	101,54	2.110,5		3.913,3	100,41	608,3		4.521,5	101,34
mag. (p)	1.818,9	102,42	2.114,8		3.933,7	100,91	614,0		4.547,7	101,90

#### 4. Flussi destagionalizzati <sup>6)</sup>

								M3		Variazione sul mese precedente (in perc.)
					M2		Strumenti negoziabili <sup>5)</sup>		Totale	
	M1		Altri depositi a breve <sup>4)</sup>		Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)	Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)		
	Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)	Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1998 gen.	18,7	1,2	7,7	0,4	26,5	0,7	-0,2	0,0	26,3	0,4
feb.	17,5	1,1	5,1	0,2	22,6	0,6	-6,2	-1,0	16,4	0,4
mar.	16,0	1,0	-0,5	0,0	15,5	0,4	6,7	1,1	22,1	0,5
apr.	19,0	1,2	2,3	0,1	21,3	0,6	-0,4	-0,1	20,9	0,5
mag.	7,1	0,4	6,4	0,3	13,5	0,4	-3,6	-0,6	9,9	0,2
giu.	17,5	1,1	1,7	0,1	19,2	0,5	1,3	0,2	20,5	0,5
lug.	-1,2	-0,1	-1,2	-0,1	-2,4	-0,1	20,4	3,4	17,9	0,4
ago.	7,6	0,5	4,3	0,2	11,9	0,3	-14,3	-2,3	-2,3	-0,1
set.	9,9	0,6	4,7	0,2	14,6	0,4	1,9	0,3	16,4	0,4
ott.	11,2	0,7	1,1	0,1	12,3	0,3	20,8	3,4	33,2	0,8
nov.	11,1	0,7	15,5	0,7	26,6	0,7	-17,0	-2,7	9,5	0,2
dic.	17,5	1,0	13,1	0,6	30,6	0,8	-24,1	-3,9	6,5	0,1
1999 gen.	87,5	5,1	-10,3	-0,5	77,2	2,0	-12,8	-2,2	64,5	1,5
feb.	-14,5	-0,8	-5,8	-0,3	-20,3	-0,5	15,6	2,7	-4,7	-0,1
mar.	8,8	0,5	27,9	1,3	36,8	0,9	-3,3	-0,6	33,4	0,7
apr.	17,6	1,0	-15,0	-0,7	2,6	0,1	8,5	1,4	11,0	0,2
mag. (p)	15,7	0,9	3,8	0,2	19,5	0,5	5,4	0,9	24,8	0,5

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, in particolare in seguito alla correzione di alcuni dati di flusso pubblicati il 31 maggio.
- 3) Ponendo uguale a 100 il livello (non destagionalizzato) delle consistenze al dicembre 1998, l'indice riflette il prodotto cumulativo delle variazioni da quella data, calcolate in base ai flussi, come descritto nella nota 6. La variazione percentuale dell'indice tra due date corrisponde alla variazione dell'aggregato depurata degli effetti di tali riclassificazioni ecc.
- 4) Calcolati sulla base delle differenze tra i livelli di fine mese, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 5) Gli strumenti negoziabili comprendono i pronti contro termine, le quote di fondi comuni monetari e gli strumenti del mercato monetario, oltre ai titoli obbligazionari con scadenza originaria inferiore ai due anni.
- 6) Calcolati sulla base delle differenze tra i livelli di fine mese, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.

## Tavola 2.5

### Prestiti delle IFM a famiglie e imprese non finanziarie, distinti per forma tecnica e durata originaria

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

	Imprese non finanziarie <sup>1)</sup>			Famiglie <sup>1)</sup>						Istituzioni non a fini di lucro al servizio delle famiglie <sup>1)</sup>		
	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Credito al consumo <sup>2)</sup>			Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>2)</sup>					
				fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1998 dic.	2.277,2	813,4	321,3	1.142,6	2.483,1	84,9	128,2	199,9	28,2	48,6	1.409,9	37,2
1999 mar. (p)	2.268,0	815,6	347,6	1.104,7	2.535,3	85,8	149,7	185,8	15,4	72,2	1.458,1	35,5

Fonte: BCE.

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

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

## Tavola 2.4 - nota tecnica

### La destagionalizzazione degli aggregati monetari dell'area dell'euro

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

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

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

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

## Tavola 2.6

### Scomposizione per valuta di alcune passività e attività delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

#### Passività: consistenze

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

	IFM								Non IFM							
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE					Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE				
					USD	JPY	CHF	Altre					USD	JPY	CHF	Altre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 dic.	3.370,9	2.978,6	43,2	349,4	244,8	27,2	51,2	26,5	5.008,0	4.863,2	19,5	125,4	90,0	13,1	13,2	9,1
1999 mar. (p)	3.762,1	3.302,5	49,1	410,5	289,6	30,8	54,2	36,0	4.992,9	4.841,9	23,5	127,6	88,1	14,3	14,7	10,5

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

	Banche <sup>3)</sup>								Non banche							
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE					Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE				
					USD	JPY	CHF	Altre					USD	JPY	CHF	Altre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 dic.	1.166,3	480,4	122,8	563,1	434,7	50,8	51,6	26,1	367,7	154,3	32,5	180,9	130,7	26,0	11,7	12,5
1999 mar. (p)	1.290,2	556,7	136,0	597,4	464,8	47,3	54,7	30,7	421,1	177,0	38,0	206,2	150,3	29,0	12,7	14,2

#### 3. Titoli obbligazionari e di mercato monetario emessi da IFM dell'area dell'euro

	Titoli obbligazionari								Titoli di mercato monetario							
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE					Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE				
					USD	JPY	CHF	Altre					USD	JPY	CHF	Altre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 dic.	2.097,6	1.885,2	25,9	186,6	107,3	34,4	30,9	13,9	172,5	158,5	0,6	13,4	11,3	0,9	1,1	0,1
1999 mar. (p)	2.177,9	1.977,3	25,7	174,9	105,6	26,7	28,2	14,4	183,3	167,6	0,8	15,0	12,8	0,8	1,3	0,2

Fonte: BCE.

1) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti.

2) Inclusi strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

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

## Attività: consistenze

### 4. Prestiti a residenti nell'area dell'euro

	IFM								Non IFM							
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE				Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE					
				USD	JPY	CHF	Altre				USD	JPY	CHF	Altre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 dic.	3.334,7	.	.	.	.	.	.	5.936,7	5.763,7	26,1	146,9	79,7	15,1	49,1	3,1	
1999 mar. (p)	3.728,1	.	.	.	.	.	.	6.005,5	5.803,8	28,8	172,8	93,9	18,6	53,9	6,5	

### 5. Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro

	IFM								Non IFM							
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE				Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE					
				USD	JPY	CHF	Altre				USD	JPY	CHF	Altre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 dic.	732,1	688,8	18,1	25,3	16,9	3,8	1,8	2,9	1.387,6	1.346,1	10,9	30,6	16,4	9,2	2,8	2,3
1999 mar. (p)	761,2	728,7	6,4	26,1	18,9	3,9	1,2	2,1	1.418,1	1.376,0	9,7	32,3	18,0	10,9	2,5	0,9

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

	Banche <sup>3)</sup>								Non banche							
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE				Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE					
				USD	JPY	CHF	Altre				USD	JPY	CHF	Altre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 dic.	973,5	378,6	80,5	514,5	377,2	73,9	26,2	37,3	379,4	152,3	26,8	200,3	172,5	8,7	14,3	4,8
1999 mar. (p)	974,6	431,3	86,7	456,6	328,6	60,8	26,0	41,3	376,2	135,0	29,9	211,4	184,0	7,5	14,5	5,4

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

	Banche <sup>3)</sup>								Non banche							
	Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE				Tutte le valute	Euro <sup>2)</sup>	Altre valute UE	Valute non UE					
				USD	JPY	CHF	Altre				USD	JPY	CHF	Altre		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
1998 dic.	69,4	18,8	9,9	40,8	27,7	5,0	0,9	7,2	313,0	47,0	32,0	234,0	178,3	33,1	4,1	18,4
1999 mar. (p)	80,1	18,8	15,1	46,2	32,6	5,0	0,9	7,8	400,8	51,9	34,1	314,9	253,5	30,9	4,5	26,1

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

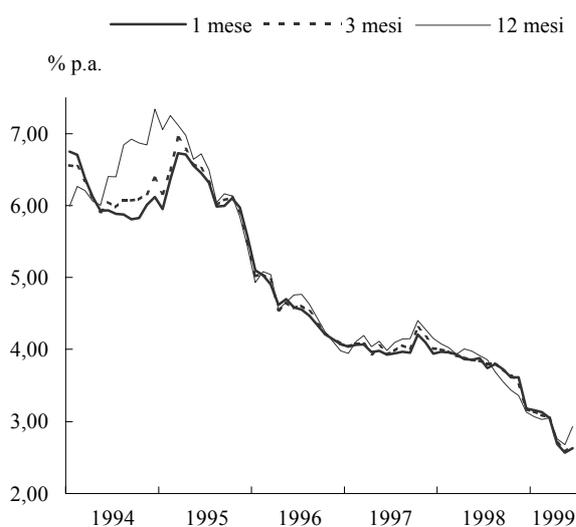
**Tavola 3.1**

**Tassi di interesse di mercato monetario <sup>1)</sup>**

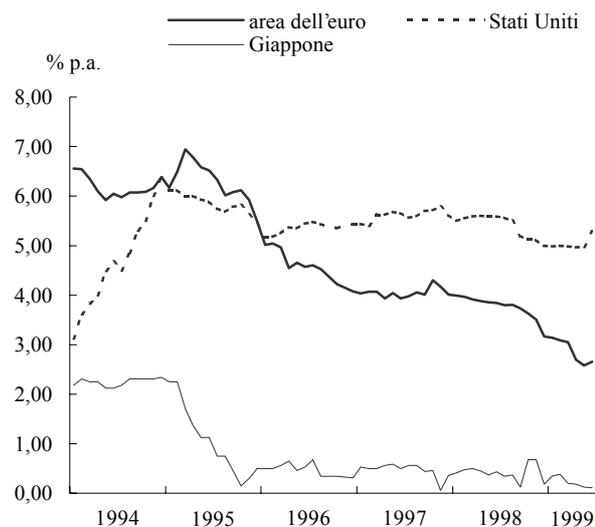
(valori percentuali in ragione d'anno) <sup>2)</sup>

	Area dell'euro <sup>3)4)</sup>					Stati Uniti <sup>5)</sup>	Giappone <sup>5)</sup>
	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 giu.	3,76	3,88	3,84	3,85	3,91	5,59	0,43
lug.	3,77	3,74	3,80	3,82	3,85	5,56	0,34
ago.	3,78	3,80	3,81	3,72	3,69	5,50	0,37
set.	3,81	3,73	3,73	3,64	3,55	5,20	0,12
ott.	3,66	3,61	3,63	3,53	3,44	5,12	0,68
nov.	3,40	3,62	3,51	3,43	3,36	5,12	0,68
dic.	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1999 gen.	3,14	3,16	3,14	3,10	3,07	4,99	0,35
feb.	3,12	3,13	3,09	3,04	3,03	5,00	0,38
mar.	2,93	3,05	3,05	3,02	3,05	4,99	0,20
apr.	2,71	2,69	2,70	2,70	2,76	4,97	0,18
mag.	2,55	2,57	2,58	2,60	2,68	4,98	0,12
giu.	2,56	2,61	2,63	2,68	2,84	5,17	0,10
1999 4 giu.	2,54	2,58	2,60	2,65	2,80	5,09	0,06
11	2,55	2,60	2,62	2,67	2,83	5,13	0,11
18	2,60	2,62	2,63	2,67	2,82	5,18	0,12
25	2,58	2,63	2,66	2,71	2,93	5,28	0,11

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



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



Fonti: Reuters e BCE.

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

## Tavola 3.2

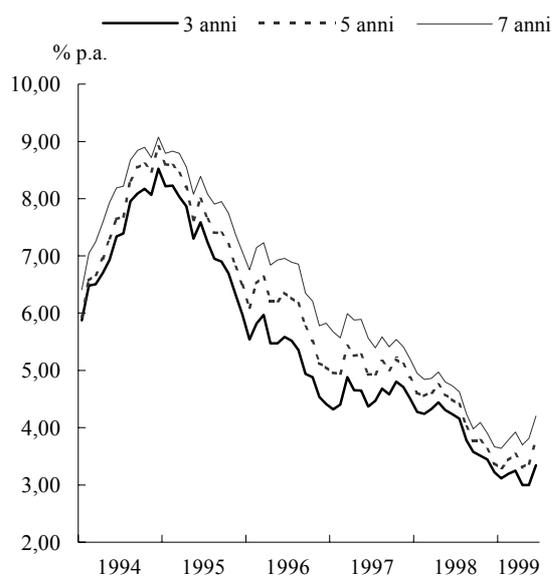
### Rendimenti dei titoli di Stato <sup>1)</sup>

(valori percentuali in ragione d'anno)

	Area dell'euro <sup>2)</sup>					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 giu.	4,08	4,24	4,50	4,73	4,91	5,58	1,22
lug.	4,04	4,16	4,41	4,62	4,82	5,53	1,36
ago.	3,68	3,78	4,01	4,24	4,59	5,41	1,17
set.	3,55	3,58	3,77	3,98	4,27	4,87	0,88
ott.	3,39	3,51	3,77	4,09	4,25	4,58	0,82
nov.	3,33	3,44	3,62	3,90	4,24	4,89	0,89
dic.	3,16	3,22	3,38	3,67	3,95	4,69	1,39
1999 gen.	2,98	3,11	3,30	3,64	3,82	4,78	2,07
feb.	3,05	3,19	3,43	3,78	3,98	4,99	2,09
mar.	3,08	3,25	3,53	3,92	4,18	5,23	1,72
apr.	2,83	3,00	3,31	3,70	4,04	5,18	1,55
mag.	2,82	3,00	3,37	3,81	4,21	5,54	1,36
giu.	3,09	3,34	3,77	4,20	4,53	5,90	1,60
1999 4 giu.	2,99	3,22	3,63	4,08	4,46	5,80	1,63
11	3,09	3,34	3,80	4,25	4,57	5,99	1,75
18	3,02	3,28	3,68	4,11	4,41	5,82	1,73
25	3,25	3,56	4,00	4,40	4,70	6,03	1,78

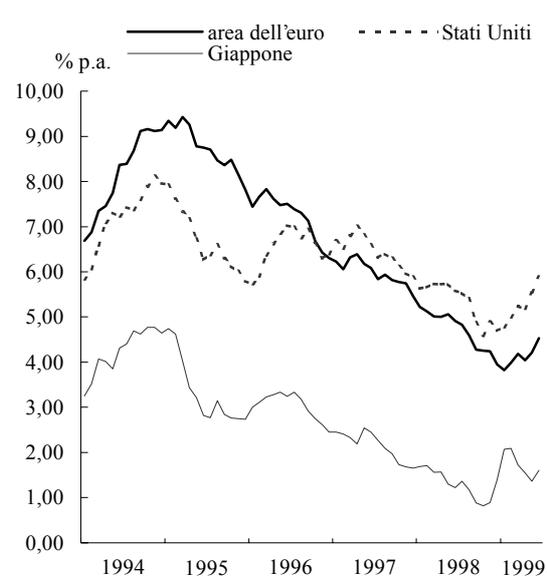
### Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(dati mensili)



### Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

(dati mensili)



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

1) Fino al dicembre 1998 i rendimenti a 2, 3, 5 e 7 anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a 10 anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato.

2) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza.

### Tavola 3.3

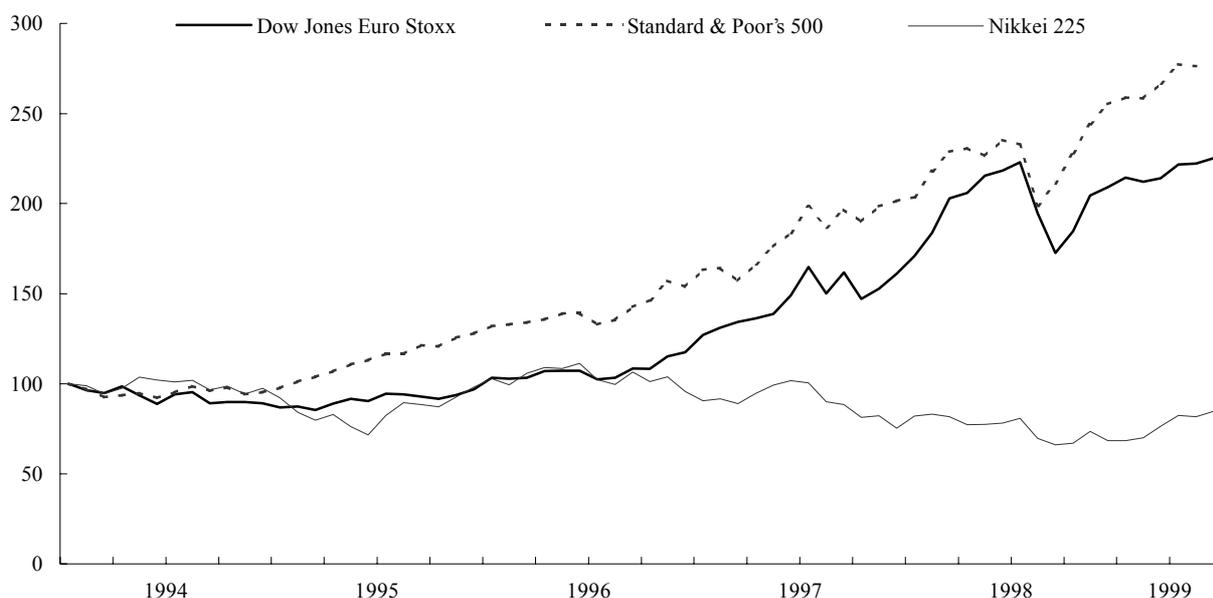
#### Indici del mercato azionario

(numeri indice)<sup>1)</sup>

	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		
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 giu.	311,58	3.406,82	198,55	204,62	430,65	275,47	270,69	244,59	299,67	387,80	294,99	1.108,39	15.231,29
lug.	318,06	3.480,63	182,52	195,81	436,13	255,90	291,41	226,39	301,26	417,31	305,08	1.156,58	16.370,17
ago.	277,73	3.050,59	151,13	167,11	413,58	217,55	240,10	194,28	262,30	360,33	279,30	1.074,62	15.243,98
set.	246,31	2.670,97	131,62	137,37	379,55	230,22	187,86	182,29	240,51	279,90	277,86	1.020,64	14.140,69
ott.	263,49	2.887,11	138,21	147,48	419,19	223,71	206,17	197,45	250,98	300,39	295,80	1.098,67	13.564,51
nov.	291,73	3.232,44	147,95	153,01	442,91	237,51	236,66	208,39	270,40	339,22	306,30	1.176,46	14.883,70
dic.	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17
1999 gen.	306,01	3.486,40	146,59	152,92	498,08	226,40	254,13	229,20	301,23	367,41	339,23	1.246,89	13.859,26
feb.	302,69	3.450,87	149,74	152,16	496,17	225,01	246,99	229,33	312,25	366,43	330,00	1.244,93	14.168,83
mar.	305,52	3.524,19	153,81	155,94	480,73	254,11	249,73	229,77	311,75	374,45	318,57	1.284,56	15.459,81
apr.	316,39	3.671,80	172,06	162,67	493,62	276,64	257,18	238,42	334,72	403,94	306,87	1.335,79	16.689,65
mag.	317,05	3.669,07	176,93	167,47	482,10	291,29	253,77	257,12	344,94	413,34	300,15	1.330,72	16.533,26
giu.	321,66	3.749,45	177,95	168,33	487,77	299,00	251,77	268,06	365,11	440,22	300,26	1.325,93	17.135,96
1999 4 giu.	315,96	3.671,42	169,38	167,27	491,71	294,04	250,07	262,63	357,08	414,78	296,33	1.327,75	16.300,75
11	321,38	3.749,67	178,91	167,88	481,91	300,36	251,07	264,90	370,78	434,02	299,41	1.293,64	17.198,55
18	326,91	3.822,89	181,87	168,98	489,23	310,13	258,30	267,85	367,47	452,66	302,93	1.342,84	17.431,26
25	321,52	3.739,81	183,55	167,99	482,59	295,44	249,22	272,72	363,97	451,93	299,85	1.315,31	17.436,52

#### 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 3.4

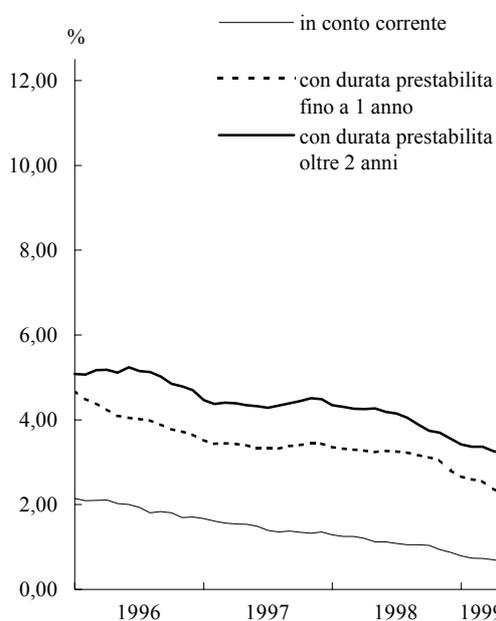
#### Tassi di interesse bancari al dettaglio

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

	Tassi di interesse sui depositi						Tassi di interesse sui prestiti			
	In conto corrente	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso		Alle imprese		Alle famiglie	
		fino a 1 anno	fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Prestiti al consumo	Mutui fondiari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1996	1,94	4,09	4,69	5,04	3,05	3,16	8,85	.	11,56	7,44
1997	1,46	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,58	6,64	10,60	6,62
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,73	5,80	10,04	5,87
1998 mag.	1,12	3,24	3,26	4,27	2,71	3,33	6,85	5,94	10,07	6,04
giu.	1,12	3,27	3,28	4,18	2,58	3,34	6,76	5,90	10,07	5,98
lug.	1,08	3,26	3,26	4,15	2,56	3,29	6,65	5,84	10,01	5,86
ago.	1,05	3,23	3,24	4,05	2,55	3,30	6,60	5,77	10,02	5,79
set.	1,05	3,17	3,18	3,88	2,53	3,21	6,59	5,65	9,99	5,65
ott.	1,04	3,12	3,13	3,74	2,49	3,14	6,51	5,52	9,79	5,48
nov.	0,94	3,06	3,05	3,70	2,48	3,12	6,39	5,44	9,67	5,43
dic.	0,87	2,81	2,81	3,56	2,44	3,03	6,21	5,12	9,61	5,28
1999 gen.	0,79	2,67	2,67	3,42	2,36	2,86	6,01	5,03	9,59	5,10
feb.	0,74	2,60	2,60	3,37	2,33	2,78	5,91	4,99	9,52	5,02
mar.	0,73	2,57	2,56	3,37	2,30	2,79	5,83	4,98	9,49	5,06
apr.	0,70	2,39	2,39	3,26	2,26	2,61	5,66	4,80	9,36	4,91
mag.	0,65	2,25	2,25	3,21	2,16	2,48	5,54	4,72	9,30	4,84

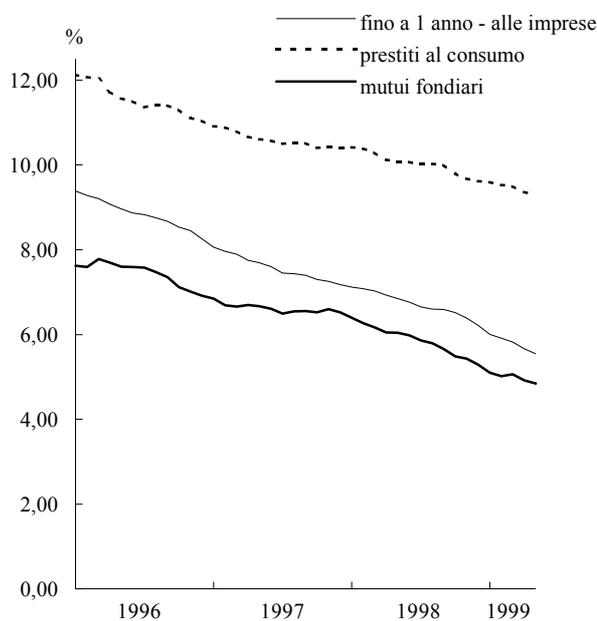
#### Tassi di interesse sui depositi

(dati mensili)



#### Tassi di interesse sui prestiti

(dati mensili)



Fonte: BCE.

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

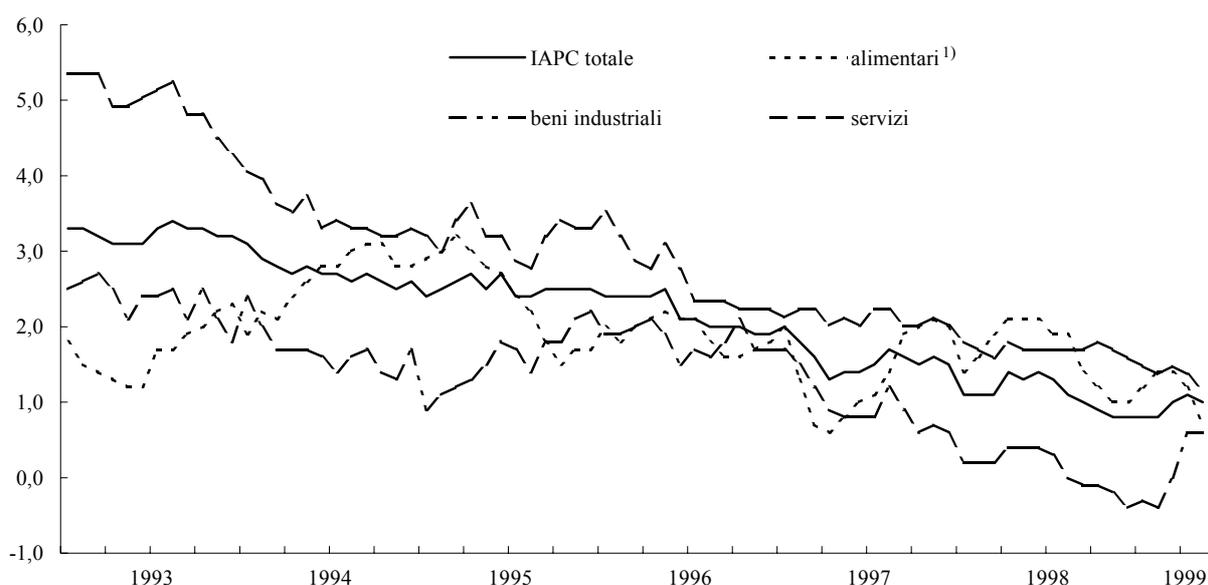
## 4 IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro

**Tavola 4.1**

### Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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



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

1) Inclusive le bevande alcoliche e i tabacchi.

2) I pesi riportati si riferiscono all'indice relativo al 1999.

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

#### 2. Deflatori del PIL e indicatori del costo del lavoro

	Deflatori del PIL <sup>3)</sup> (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				
1995	100,0	2,8	2,6	3,0	2,1	1,6	3,6	3,7
1996	102,0	2,0	2,3	2,5	0,7	2,0	3,3	3,5
1997	103,4	1,4	1,8	2,1	1,0	0,6	2,5	3,0
1998	105,1	1,6	1,2	1,8	0,3	.	.	.
1996 II trim.	101,8	2,2	2,6	2,3	0,7	2,3	3,3	3,2
1996 III trim.	102,2	1,8	2,3	2,2	0,4	1,9	3,2	3,6
1996 IV trim.	102,7	1,6	2,1	2,3	0,2	1,4	2,8	2,8
1997 I trim.	102,9	1,5	2,0	2,1	0,6	1,9	2,7	3,1
1997 II trim.	103,1	1,3	1,6	2,4	0,8	0,4	2,7	3,4
1997 III trim.	103,6	1,3	1,8	2,0	1,2	0,2	2,3	2,7
1997 IV trim.	104,1	1,4	1,7	2,0	1,2	-0,1	2,1	2,8
1998 I trim.	104,5	1,5	1,4	1,6	0,7	-2,0	0,9	2,2
1998 II trim.	104,8	1,6	1,4	1,6	0,4	-0,4	1,1	2,8
1998 III trim.	105,1	1,5	1,1	2,1	-0,2	-0,4	1,1	2,6
1998 IV trim.	105,6	1,5	1,0	1,7	-0,4	.	.	.

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

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

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

3) Basato in parte su dati SEC 95 e in parte su dati SEC 79.

# 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 euro (miliardi di ECU fino a fine 1998); dati destagionalizzati; a prezzi 1995) <sup>1)</sup>

	PIL	Domanda interna	Consumi delle famiglie	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Esportazioni <sup>2)</sup>	Importazioni <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7
1995	5.280,6	5.178,8	2.990,2	1.084,6	1.076,0	1.549,6	1.447,7
1996	5.356,9	5.232,0	3.033,3	1.097,6	1.090,2	1.622,7	1.497,8
1997	5.486,8	5.340,5	3.084,9	1.100,5	1.121,7	1.775,2	1.628,8
1998	5.631,7	5.508,6	3.155,5	1.118,1	1.166,1	1.882,2	1.759,1
1998 I trim.	1.397,6	1.367,9	783,5	279,7	289,7	464,4	434,7
1998 II trim.	1.405,7	1.372,8	785,5	280,5	288,2	474,7	441,9
1998 III trim.	1.412,2	1.378,8	790,4	279,6	293,5	476,2	442,8
1998 IV trim.	1.416,3	1.389,1	796,2	278,3	294,7	466,9	439,7
1999 I trim.	1.422,1	1.398,9	806,1	280,9	301,0	460,3	437,0

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente) <sup>1)</sup>

	PIL	Domanda interna	Consumi delle famiglie	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Esportazioni <sup>2)</sup>	Importazioni <sup>2)</sup>
	8	9	10	11	12	13	14
1995	2,4	2,1	1,9	0,8	2,6	7,9	7,3
1996	1,4	1,0	1,4	1,2	1,3	4,7	3,5
1997	2,4	2,1	1,7	0,3	2,9	9,4	8,8
1998	2,6	3,1	2,3	1,6	4,0	6,0	8,0
1998 I trim.	3,4	3,8	2,2	1,9	5,8	10,3	12,1
1998 II trim.	2,7	2,8	1,9	2,2	3,0	8,7	9,8
1998 III trim.	2,5	3,2	2,6	1,4	4,1	4,4	6,9
1998 IV trim.	2,0	2,8	2,4	0,8	3,0	1,2	3,6
1999 I trim.	1,8	2,3	2,9	0,4	3,9	-0,9	0,5

### 2. Altri indicatori dell'economia reale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

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

- 1) Le componenti non includono la variazione delle scorte. Basato in parte su dati SEC 95 e in parte su dati SEC 79. I dati relativi all'ultimo trimestre sono stime preliminari.
- 2) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono gli scambi commerciali all'interno dell'area dell'euro.
- 3) Al netto della variazione dei giorni lavorativi.

## Tavola 5.2

### Indicatori del mercato del lavoro

(dati destagionalizzati)

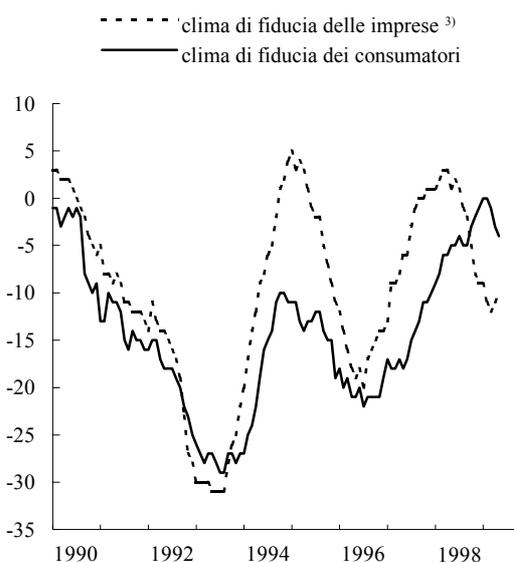
	Occupazione				Disoccupazione <sup>2)</sup>		Produttività del lavoro	
	Totale economia <sup>1)</sup>		Industria manifatturiera		Milioni	In percentuale delle forze di lavoro	Totale economia <sup>1)</sup> (variaz. perc. annua)	Industria manifatturiera (variaz. perc. annua)
	Indice 1995 = 100	Variazione percentuale annua	Indice 1995 = 100	Variazione percentuale annua				
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	100,0	0,5	100,0	-1,1	14,382	11,4	1,9	4,7
1996	100,3	0,3	98,1	-1,9	14,808	11,6	1,3	2,1
1997	100,8	0,5	97,1	-1,0	14,902	11,6	1,9	6,1
1998	102,2	1,3	97,8	0,7	14,102	10,9	.	3,7
1998 I trim.	101,5	1,1	97,6	0,6	14,460	11,2	3,1	6,9
1998 II trim.	101,9	1,2	97,9	1,0	14,197	11,0	1,5	4,3
1998 III trim.	102,4	1,4	97,9	0,9	13,996	10,9	1,4	3,3
1998 IV trim.	102,8	1,6	97,8	0,4	13,756	10,7	.	0,6
1999 I trim.	.	.	97,6	0,1	13,513	10,5	.	-0,4
1998 gen.	-	-	-	-	14,480	11,3	-	-
1998 feb.	-	-	-	-	14,432	11,2	-	-
1998 apr.	-	-	97,8	0,8	14,275	11,1	-	3,3
1998 mag.	-	-	97,9	1,0	14,209	11,0	-	6,8
1998 giu.	-	-	98,0	1,0	14,107	10,9	-	3,0
1998 lug.	-	-	97,9	0,9	14,044	10,9	-	3,7
1998 ago.	-	-	97,9	0,9	14,016	10,9	-	3,8
1998 set.	-	-	97,9	0,8	13,927	10,8	-	2,6
1998 ott.	-	-	97,9	0,6	13,818	10,7	-	2,0
1998 nov.	-	-	97,7	0,4	13,730	10,7	-	1,3
1998 dic.	-	-	97,7	0,3	13,720	10,6	-	-1,7
1999 gen.	-	-	97,8	0,3	13,565	10,5	-	0,6
1999 feb.	-	-	97,7	0,2	13,516	10,5	-	-1,6
1999 mar.	-	-	97,5	-0,2	13,458	10,5	-	-0,2
1999 apr.	-	-	.	.	13,419	10,4	-	.

## Figura 5.3

### Inchieste congiunturali

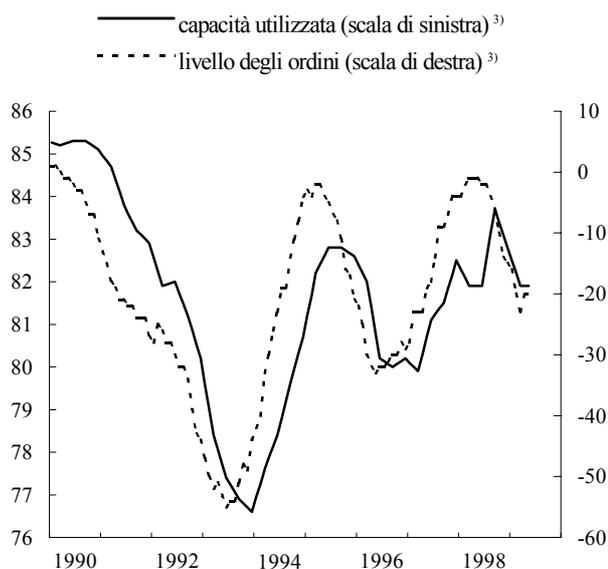
#### Indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese

(saldi percentuali; dati mensili destagionalizzati)



#### Capacità utilizzata e livello degli ordini

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



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

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

2) Calcolata in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

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

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

**Tavola 6**

### Risparmio, investimenti e saldi finanziari

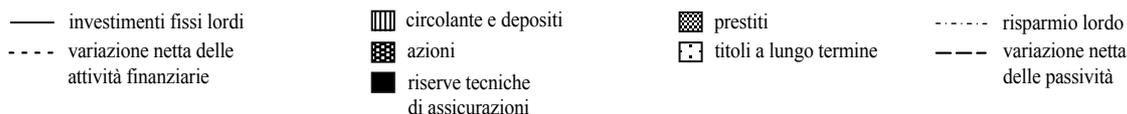
(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)

	Risparmio e investimenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>			Investimenti dei settori privati non finanziari <sup>1)2)</sup>							
	Risparmio lordo	Investimenti fissi lordi	Saldo delle transazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti fissi lordi		Variazione netta delle attività finanziarie	Circolante e depositi	Titoli		Azioni	Riserve tecniche di assicurazioni
					Imprese non finanziarie				Titoli a lungo termine		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1991	21,9	23,0	-1,3	19,1	14,3	16,8	3,9	3,0	2,6	1,6	2,5
1992	20,9	22,2	-1,0	18,4	13,7	14,3	4,5	1,7	0,5	1,3	2,6
1993	20,0	20,2	0,5	16,6	12,3	13,2	5,4	0,6	1,1	0,9	2,9
1994	20,4	19,8	0,3	16,5	12,3	14,0	3,4	2,3	2,5	1,5	3,0
1995	21,2	20,1	0,8	16,8	12,6	13,1	4,7	2,0	1,7	1,3	3,2
1996	20,8	19,7	1,3	16,6	12,3	12,8	4,1	0,2	1,2	1,2	3,6
1997	21,6	19,2	1,9	16,2	12,1	11,7	2,1	-0,5	0,0	1,3	3,6
1998	21,6	19,4	0,9	16,3	12,4	.	.	.	.	.	.

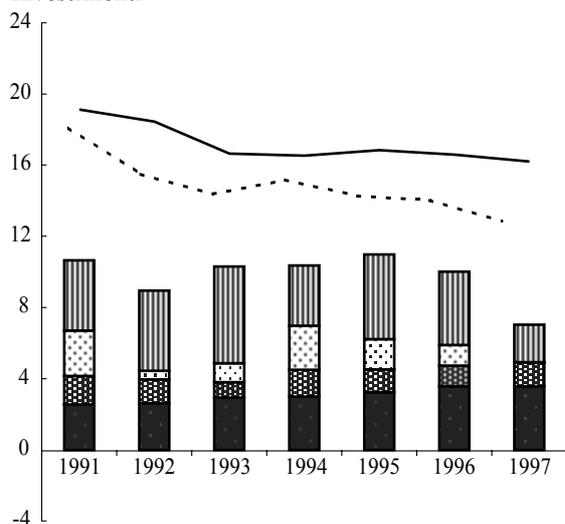
	Finanziamenti dei settori privati non finanziari <sup>1)2)</sup>									Risparmio finanziario (col. 6 - 14)	Investimenti finanziari in percentuale degli investimenti lordi totali (col. 6/(4+6))	Variazione netta delle passività in percentuale del finanziamento totale (col. 14/(12+14))
	Risparmio lordo	Famiglie	Variazione netta delle passività	Titoli		Azioni	Prestiti		Prestiti a lungo termine			
					Titoli a lungo termine			Prestiti a lungo termine				
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1991	21,0	12,1	13,2	0,4	0,3	1,7	9,0	4,8	3,6	46,7	38,6	
1992	20,7	12,1	10,7	0,7	0,6	1,6	6,9	4,7	3,6	43,6	34,0	
1993	20,4	11,5	7,6	1,3	1,4	1,7	3,8	4,6	5,6	44,2	27,1	
1994	20,3	10,6	9,8	1,1	1,2	1,9	3,8	3,7	4,1	45,8	32,6	
1995	21,0	10,8	5,6	-1,7	-1,8	1,7	4,7	2,9	7,5	43,7	21,0	
1996	20,3	10,7	8,4	0,2	0,1	1,9	4,6	3,5	4,4	43,7	29,3	
1997	19,8	9,4	7,6	0,0	-0,1	1,4	4,8	3,1	4,1	42,0	27,7	
1998	19,0	8,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

### Investimenti e fonti di finanziamento dei settori privati non finanziari <sup>1)2)</sup>

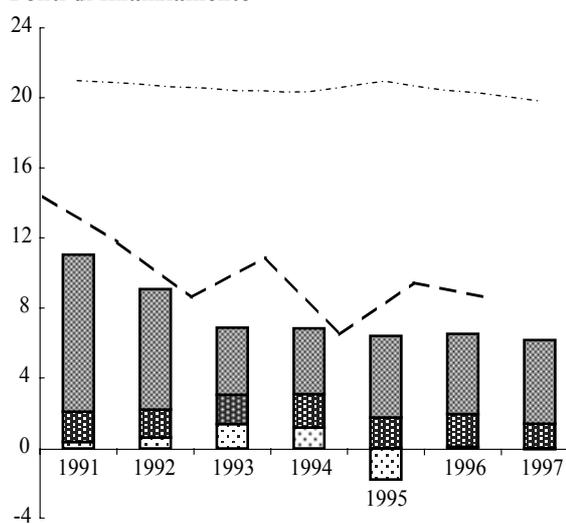
(in percentuale del PIL)



#### Investimenti



#### Fonti di finanziamento



Fonte: BCE.

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

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

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

**Tavola 7**

## Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro <sup>1)2)</sup>: entrate e spese

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

### 2. Area dell'euro <sup>1)2)</sup>: risparmio, disavanzo e debito

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

### 3. Paesi appartenenti all'area dell'euro: disavanzo (-) / avanzo (+)

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1991	-6,3	-3,3	-4,4	-2,1	-2,3	-10,1	1,9	-2,9	-3,0	-6,0	-1,1
1992	-7,1	-2,8	-4,0	-3,9	-2,4	-9,6	0,7	-3,9	-2,0	-3,0	-5,7
1993	-7,3	-3,5	-6,8	-5,8	-2,3	-9,6	1,6	-3,2	-4,3	-6,1	-7,3
1994	-4,9	-2,6	-6,2	-5,8	-1,5	-9,2	2,7	-3,8	-5,0	-6,0	-6,0
1995	-4,0	-3,3	-7,1	-4,9	-2,1	-7,7	1,8	-4,0	-5,1	-5,7	-4,6
1996	-3,1	-3,4	-4,5	-4,1	-0,3	-6,6	2,8	-2,0	-3,7	-3,3	-3,1
1997	-1,9	-2,7	-2,6	-3,0	1,1	-2,7	2,9	-0,9	-1,9	-2,5	-1,2
1998	-1,3	-2,1	-1,8	-2,9	2,3	-2,7	2,1	-0,9	-2,1	-2,3	1,0

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

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
1991	128,4	40,9	44,6	35,8	92,6	102,0	4,0	79,0	58,2	67,3	23,1
1992	130,6	43,6	47,0	39,9	89,5	109,4	4,9	79,9	58,1	59,9	41,5
1993	137,6	47,5	58,8	45,4	93,1	120,0	5,9	81,1	62,8	63,2	58,0
1994	135,1	49,9	61,3	48,6	86,5	125,7	5,5	77,8	65,6	63,8	59,6
1995	132,2	58,3	64,2	52,8	78,9	125,3	5,8	79,0	69,4	65,9	58,1
1996	128,0	60,8	68,6	55,7	69,4	124,6	6,3	77,0	69,8	64,9	57,8
1997	123,4	61,5	67,5	58,1	61,3	122,4	6,4	71,2	64,3	61,7	54,9
1998	117,3	61,0	65,6	58,5	52,1	118,7	6,7	67,7	63,1	57,8	49,6

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

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

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

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

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

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

**Tavola 8.1**

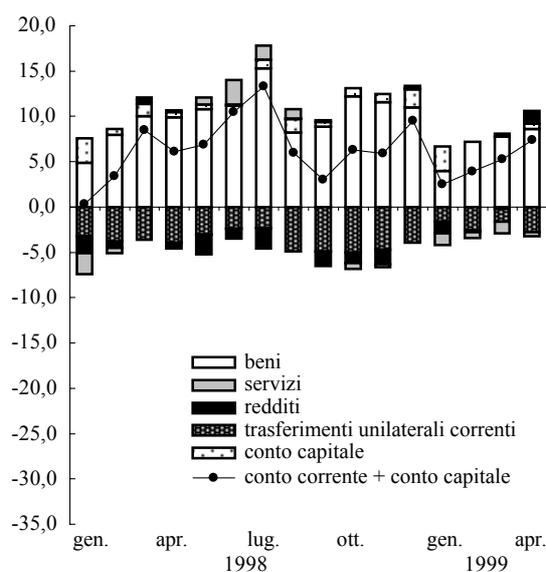
## Bilancia dei pagamenti: principali voci

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

	Conto corrente					Conto capitale	Conto finanziario <sup>1)</sup>						Errori e omissioni <sup>2)</sup>
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali correnti		Totale <sup>2)</sup>	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio <sup>2)</sup>	Derivati <sup>2)</sup>	Altri investimenti <sup>2)3)</sup>	Riserve ufficiali <sup>2)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	67,0	122,1	3,1	-12,6	-45,5	12,6	7,9	-100,2	-90,8	-8,3	198,9	8,3	-87,6
1998 I trim.	7,6	22,9	-2,6	-2,2	-10,5	4,7	-1,6	-11,2	-54,7	0,3	65,2	-1,3	-10,7
1998 II trim.	22,3	31,8	3,7	-4,0	-9,3	1,2	4,1	-14,8	-1,7	-4,1	24,6	0,0	-27,5
1998 III trim.	19,3	32,4	2,7	-3,8	-12,1	3,0	-3,3	-23,1	12,3	1,2	3,5	2,8	-19,0
1998 IV trim.	17,9	34,9	-0,6	-2,8	-13,6	3,7	8,7	-51,1	-46,7	-5,6	105,5	6,7	-30,3
1999 I trim.	9,2	19,1	-3,2	-1,2	-5,6	2,4	-21,6	-9,9	-41,9	-1,6	27,7	4,0	10,0
1998 gen.	-2,4	4,9	-2,3	-1,9	-3,2	2,7	13,5	-5,1	-2,0	-1,8	20,0	2,5	-13,9
1998 feb.	2,8	8,0	-0,6	-0,7	-3,8	0,6	-17,6	-4,5	-22,8	0,7	12,9	-3,9	14,2
1998 mar.	7,1	10,0	0,3	0,4	-3,6	1,4	2,5	-1,5	-29,9	1,4	32,3	0,2	-11,0
1998 apr.	5,5	9,9	0,2	-0,7	-3,9	0,6	-29,0	-8,2	-21,9	-0,9	2,9	-0,9	22,9
1998 mag.	6,4	10,8	0,8	-2,2	-3,0	0,5	19,5	-1,3	9,1	-1,5	12,3	0,9	-26,4
1998 giu.	10,4	11,2	2,7	-1,1	-2,4	0,1	13,6	-5,2	11,1	-1,8	9,5	0,0	-24,1
1998 lug.	12,3	15,3	1,5	-2,3	-2,3	1,0	23,8	-8,6	14,6	-1,4	17,8	1,3	-37,1
1998 ago.	4,5	8,2	1,0	0,1	-4,9	1,5	8,6	-7,9	8,5	2,3	8,3	-2,5	-14,6
1998 set.	2,5	8,9	0,2	-1,6	-4,9	0,5	-35,7	-6,6	-10,8	0,3	-22,6	4,0	32,6
1998 ott.	5,4	12,2	-0,6	-1,2	-5,0	0,9	-12,3	-16,6	-33,4	-3,0	44,1	-3,3	6,0
1998 nov.	5,0	11,6	-0,3	-1,6	-4,7	0,9	4,7	-33,8	1,8	-2,4	45,1	-6,1	-10,5
1998 dic.	7,5	11,0	0,3	0,1	-3,9	2,0	16,3	-0,7	-15,1	-0,2	16,2	16,1	-25,8
1999 gen.	-0,2	4,0	-1,3	-1,3	-1,6	2,7	11,8	-5,2	8,1	-2,1	13,6	-2,4	-14,3
1999 feb.	3,9	7,2	-0,6	-0,2	-2,6	0,0	6,7	-2,0	-16,8	-0,2	21,2	4,6	-10,6
1999 mar.	5,5	7,8	-1,3	0,3	-1,4	-0,2	-40,2	-2,6	-33,2	0,8	-7,0	1,8	34,9
1999 apr.	6,8	8,6	-0,4	1,4	-2,8	0,6	17,3	-13,8	2,4	2,7	24,5	1,5	-24,7

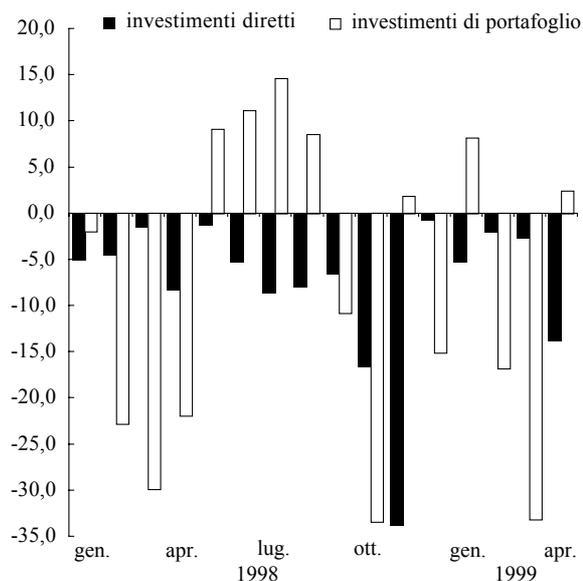
### Conto corrente e conto capitale

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



### Investimenti diretti e di portafoglio

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



Fonte: BCE.

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

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

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

## Tavola 8.2

### Conto corrente e conto capitale

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

	Conto corrente										Conto capitale	
	Totale		Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti unilaterali correnti		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1998	1.277,8	1.210,7	779,4	657,3	247,6	244,4	190,2	202,9	60,6	106,1	17,6	5,0
1998 I trim.	317,6	310,1	190,8	167,9	56,3	58,9	47,0	49,2	23,5	34,1	5,9	1,2
II trim.	325,7	303,5	199,0	167,2	64,1	60,4	50,3	54,2	12,3	21,6	2,4	1,2
III trim.	316,0	296,7	190,8	158,3	67,4	64,7	45,5	49,3	12,2	24,3	4,1	1,1
IV trim.	318,4	300,5	198,8	163,9	59,7	60,4	47,4	50,1	12,5	26,1	5,2	1,5
1999 I trim.	292,7	283,5	177,9	158,9	47,9	51,0	44,5	45,6	22,4	28,0	4,4	2,0
1998 gen.	104,7	107,1	58,6	53,7	18,5	20,8	14,6	16,5	13,0	16,2	3,1	0,4
feb.	101,0	98,1	62,3	54,3	17,6	18,2	15,1	15,8	6,0	9,8	0,9	0,4
mar.	112,0	104,9	69,9	60,0	20,2	19,9	17,3	16,9	4,6	8,1	1,8	0,4
apr.	106,4	101,0	66,5	56,6	20,2	20,0	16,2	16,9	3,5	7,4	1,0	0,4
mag.	104,4	98,0	64,3	53,5	20,7	19,9	15,2	17,3	4,2	7,2	0,9	0,4
giu.	114,9	104,5	68,2	57,1	23,2	20,5	18,9	20,0	4,6	7,0	0,5	0,4
lug.	116,0	103,7	70,6	55,3	24,1	22,6	16,2	18,5	5,0	7,3	1,4	0,4
ago.	94,6	90,1	55,3	47,1	22,3	21,3	13,4	13,3	3,6	8,5	1,8	0,3
set.	105,4	102,9	64,8	55,9	21,0	20,9	15,9	17,5	3,6	8,5	0,9	0,4
ott.	106,8	101,4	68,2	56,0	20,4	21,0	14,6	15,8	3,6	8,6	1,3	0,4
nov.	101,5	96,5	65,2	53,5	18,1	18,4	14,2	15,8	4,1	8,8	1,3	0,5
dic.	110,1	102,5	65,4	54,4	21,2	20,9	18,6	18,5	4,8	8,7	2,6	0,6
1999 gen.	94,3	94,5	53,0	49,0	14,5	15,8	14,2	15,5	12,6	14,2	3,1	0,5
feb.	93,7	89,8	58,1	50,9	16,0	16,6	14,3	14,4	5,3	7,9	0,5	0,5
mar.	104,7	99,2	66,8	58,9	17,4	18,6	16,1	15,7	4,5	5,9	0,8	1,0
apr.	103,8	97,0	63,5	55,0	17,9	18,3	17,5	16,1	4,8	7,6	1,5	0,9

Fonte: BCE.

## Tavola 8.4

### Investimenti diretti e di portafoglio <sup>1)</sup>

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

	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio									
			Totale		Azioni		Titoli					
	all'estero	nell'area dell'euro	Attività	Passività <sup>2)</sup>	Attività	Passività <sup>2)</sup>	Attività			Passività <sup>2)</sup>		
							Totale	Obbliga- zioni	Strumenti monetari	Totale	Obbliga- zioni	Strumenti monetari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1998	-177,9	77,7	-307,1	216,3	-82,4	68,5	-224,7	-206,9	-17,9	147,8	119,4	28,3
1998 I trim.	-46,4	35,2	-114,1	59,4	-29,6	14,8	-84,5	-74,9	-9,5	44,6	39,9	4,6
II trim.	-39,6	24,9	-83,3	81,6	-25,6	24,8	-57,6	-55,1	-2,5	56,7	44,3	12,4
III trim.	-25,3	2,2	-55,0	67,3	-9,8	-0,4	-45,2	-42,5	-2,7	67,7	50,5	17,3
IV trim.	-66,6	15,4	-54,7	8,0	-17,3	29,2	-37,4	-34,3	-3,1	-21,2	-15,2	-6,0
1999 I trim.	-28,1	18,3	-64,6	22,7	-15,2	-13,5	-49,4	-47,8	-1,6	36,2	33,2	3,0
1998 gen.	-9,8	4,7	-20,8	18,7	-5,7	4,7	-15,1	-16,3	1,2	14,0	11,3	2,7
feb.	-15,0	10,5	-51,1	28,3	-11,4	3,2	-39,7	-33,0	-6,7	25,1	26,0	-1,0
mar.	-21,6	20,1	-42,3	12,4	-12,5	6,9	-29,7	-25,7	-4,0	5,5	2,6	2,9
apr.	-20,7	12,5	-34,0	12,1	-8,0	1,2	-26,0	-30,9	4,9	10,9	10,6	0,3
mag.	-12,3	10,9	-19,6	28,7	-6,7	5,5	-12,9	-10,0	-2,9	23,2	15,8	7,5
giu.	-6,6	1,4	-29,7	40,8	-10,9	18,2	-18,7	-14,2	-4,6	22,6	17,9	4,7
lug.	-2,8	-5,8	-23,0	37,6	-3,2	9,1	-19,8	-20,9	1,1	28,6	17,0	11,6
ago.	-4,0	-4,0	-14,5	23,0	0,5	-5,4	-15,0	-14,1	-0,9	28,4	22,4	6,0
set.	-18,6	12,0	-17,5	6,7	-7,1	-4,1	-10,4	-7,4	-2,9	10,8	11,1	-0,3
ott.	-11,7	-5,0	-6,9	-26,6	-1,4	-6,1	-5,5	-8,0	2,5	-20,4	-24,8	4,3
nov.	-41,1	7,3	-30,3	32,1	-9,0	33,0	-21,3	-15,7	-5,6	-0,9	1,1	-2,0
dic.	-13,8	13,1	-17,6	2,5	-7,0	2,4	-10,6	-10,6	0,0	0,1	8,4	-8,3
1999 gen.	-11,6	6,3	-17,2	25,3	-6,3	5,9	-10,9	-7,4	-3,5	19,3	23,5	-4,1
feb.	-5,4	3,4	-19,8	3,0	-3,1	2,8	-16,7	-18,5	1,8	0,1	-5,8	5,9
mar.	-11,1	8,5	-27,6	-5,6	-5,8	-22,3	-21,8	-21,9	0,1	16,7	15,5	1,3
apr.	-22,4	8,6	-14,4	16,8	-4,1	2,7	-10,3	-16,4	6,1	14,1	12,7	1,3

Fonte: BCE.

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

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

## Tavola 8.5

### Altri investimenti <sup>1)2)</sup>

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

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		Altre istituzioni finanziarie e monetarie (escluso eurosistema)						Altri settori	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-37,0	235,8	-0,7	2,5	-1,4	-8,2	-18,1	211,0	-38,3	36,6	20,3	174,4	-16,8	30,5
1998 I trim.	-31,2	96,4	0,4	-0,1	-1,9	-2,4	-9,6	88,7	-7,6	11,1	-1,9	77,6	-20,1	10,2
II trim.	-1,5	26,2	-1,0	0,5	-2,9	-1,0	-1,8	20,7	-13,7	7,7	11,9	13,1	4,2	5,9
III trim.	-79,3	82,8	0,4	-0,6	0,4	-1,9	-73,6	78,7	-14,7	1,4	-58,8	77,3	-6,5	6,6
IV trim.	75,0	30,4	-0,5	2,7	3,1	-2,8	66,9	22,8	-2,3	16,4	69,1	6,4	5,6	7,8
1999 I trim.	-52,8	80,5	-2,4	0,0	-3,3	-5,0	-32,1	71,0	-19,9	21,1	-12,2	49,9	-14,9	14,5
1998 gen.	-14,4	34,3	0,1	0,2	-2,4	-1,6	3,1	32,8	-4,4	3,6	7,5	29,2	-15,2	2,9
feb.	-14,1	27,0	0,3	-0,3	-0,8	-1,3	-6,6	24,6	-4,3	7,3	-2,3	17,4	-7,0	4,0
mar.	-2,7	35,0	0,0	0,1	1,2	0,5	-6,0	31,3	1,1	0,2	-7,1	31,1	2,1	3,3
apr.	6,7	-3,8	0,0	0,3	0,5	0,2	12,9	-7,2	-4,1	4,0	17,0	-11,3	-6,6	2,9
mag.	-0,7	12,9	0,0	-0,3	-1,2	-0,6	-5,9	13,5	-3,9	0,8	-1,9	12,7	6,4	0,4
giu.	-7,6	17,0	-0,9	0,6	-2,2	-0,6	-8,8	14,5	-5,6	2,9	-3,2	11,6	4,4	2,6
lug.	-3,2	20,9	0,2	-0,1	0,3	-3,4	6,4	21,9	-3,3	0,9	9,7	21,1	-10,0	2,5
ago.	-10,2	18,5	0,1	-0,1	0,5	0,5	-22,8	17,4	-6,1	-1,6	-16,7	19,0	12,0	0,7
set.	-65,9	43,3	0,1	-0,4	-0,3	0,9	-57,1	39,4	-5,3	2,1	-51,9	37,3	-8,5	3,4
ott.	5,5	38,7	0,0	0,4	0,2	0,4	14,8	33,6	-1,0	4,6	15,7	29,0	-9,5	4,3
nov.	10,2	34,9	-0,1	-2,7	1,1	1,5	2,5	33,1	0,5	2,3	2,1	30,9	6,7	3,0
dic.	59,4	-43,2	-0,4	5,0	1,8	-4,7	49,6	-43,9	-1,8	9,6	51,4	-53,5	8,4	0,5
1999 gen.	-59,2	72,8	2,7	0,0	-0,5	-5,6	-58,5	75,1	-13,2	8,2	-45,3	67,0	-3,0	3,2
feb.	20,4	0,7	-4,9	0,0	-2,1	-0,7	39,4	-3,2	-0,7	-3,0	40,2	-0,2	-12,0	4,6
mar.	-14,0	7,0	-0,3	0,0	-0,8	1,3	-13,0	-1,0	-5,9	15,9	-7,1	-16,8	0,1	6,7
apr.	17,9	6,6	0,9	0,0	-0,1	0,4	17,0	3,6	-3,5	4,8	20,5	-1,2	0,1	2,6

Fonte: BCE.

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

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

**Tavola 8.6****Riserve dell'Eurosistema e altre attività connesse <sup>1)</sup>***(miliardi di euro; consistenze di fine periodo, salvo diversa indicazione)*

		Riserve ufficiali						Per memoria:	
		Totale	Oro monetario	In milioni di once	Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell' FMI	Valuta estera	Altri crediti	att. connesse Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	1 gen.	330,2	99,6	405	5,8	22,7	201,5	0,7	7,6
	gen.	337,5	101,6	405	5,6	22,7	206,0	1,7	7,4
	feb.	340,2	105,6	405	2,6	22,8	208,5	0,7	9,4
	mar.	348,9	105,3	405	3,4	23,6	214,7	1,8	10,1
	apr.	352,6	109,6	405	5,0	24,2	212,1	1,7	11,7
	mag.	345,9	104,1	405	4,5	24,4	211,2	1,7	12,2

Fonte: BCE.

1) I dati non sono del tutto confrontabili con quelli riportati nella tavola 1.1 a causa di differenze nelle definizioni e nei criteri di valutazione.

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

**Tavola 9**

### 1. Esportazioni <sup>1)</sup>

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

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alim. non energ.	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manufat- turieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri	Numeri indici 1995 = 100		
									Valore <sup>2)</sup>	Volume <sup>2)</sup>	Valori unitari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	669,7	48,6	13,7	13,0	85,1	194,3	293,5	21,6	107,6	104,7	102,8
1997	762,4	52,8	16,3	14,4	98,9	216,3	342,5	21,2	122,5	115,9	105,7
1998	790,8	53,1	15,7	12,4	104,1	219,0	367,1	19,5	127,0	119,2	106,6
1996 IV trim.	182,2	13,3	3,6	3,5	21,7	52,0	82,0	6,0	117,1	114,8	102,0
1997 I trim.	170,7	12,0	3,8	3,7	22,6	48,7	74,6	5,4	109,7	104,2	105,3
II trim.	191,7	13,3	4,1	3,6	25,1	53,9	86,4	5,4	123,2	117,2	105,1
III trim.	193,4	13,0	4,2	3,4	25,6	55,7	86,5	4,9	124,3	116,6	106,6
IV trim.	206,6	14,4	4,2	3,7	25,6	58,1	95,0	5,5	132,8	125,6	105,7
1998 I trim.	194,0	13,1	4,1	3,4	26,5	54,3	87,5	5,0	124,6	115,6	107,8
II trim.	203,6	13,9	3,9	3,3	26,9	56,0	94,5	5,1	130,8	122,5	106,8
III trim.	194,5	12,7	3,9	2,9	25,7	54,5	90,0	4,7	125,0	117,4	106,5
IV trim.	198,8	13,4	3,8	2,8	24,9	54,2	95,2	4,7	127,7	121,4	105,2
1999 I trim.	183,4	.	.	.	.	.	.	.	117,8	.	.
1997 dic.	67,1	4,5	1,3	1,3	8,1	18,1	32,0	1,9	129,4	122,3	105,8
1998 gen.	58,4	4,0	1,3	1,2	8,4	16,2	25,8	1,6	112,7	104,7	107,6
feb.	63,7	4,3	1,4	1,0	8,6	18,0	28,8	1,6	122,7	113,8	107,8
mar.	71,9	4,8	1,5	1,2	9,6	20,1	32,9	1,8	138,6	128,3	108,0
apr.	67,9	4,7	1,3	1,1	9,2	18,8	30,9	1,9	130,9	122,5	106,9
mag.	65,7	4,5	1,3	1,1	8,7	18,1	30,5	1,6	126,7	118,5	106,9
giu.	69,9	4,7	1,3	1,1	9,1	19,1	33,1	1,6	134,8	126,3	106,7
lug.	72,7	4,5	1,3	1,1	9,2	20,9	34,0	1,6	140,2	131,2	106,9
ago.	56,2	4,0	1,2	0,9	7,7	15,4	25,4	1,4	108,3	102,3	105,9
set.	65,6	4,3	1,3	0,9	8,8	18,2	30,6	1,6	126,5	118,7	106,6
ott.	68,3	4,5	1,3	1,0	8,6	19,3	32,0	1,6	131,7	124,7	105,6
nov.	66,1	4,5	1,3	0,9	8,1	17,9	31,9	1,6	127,5	121,7	104,7
dic.	64,3	4,4	1,2	0,9	8,2	16,9	31,2	1,5	124,0	117,8	105,3
1999 gen.	54,1	.	.	.	.	.	.	.	104,2	.	.
feb.	59,4	.	.	.	.	.	.	.	114,4	.	.
mar.	69,9	.	.	.	.	.	.	.	134,8	.	.

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

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

2) Elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

## Tavola 9

### 2. Importazioni <sup>1)</sup>

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

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alim. non energ.	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manufat- turieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri	Numeri indici 1995 = 100			
									Valore <sup>2)</sup>	Volume <sup>2)</sup>	Valori unitari	
												9
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
1996	593,9	46,7	36,5	73,8	53,8	166,1	191,3	25,7	105,5	102,9	102,6	
1997	674,0	49,6	41,3	81,2	61,9	188,0	228,2	23,7	119,8	110,3	108,6	
1998	707,8	50,3	41,0	61,9	67,3	199,8	264,6	23,0	125,8	122,6	102,6	
1996	IV trim.	157,9	12,1	9,0	22,2	13,7	41,4	51,3	8,1	112,2	108,8	103,2
1997	I trim.	159,1	11,4	9,6	21,2	14,6	44,5	51,5	6,3	113,1	106,0	106,7
	II trim.	168,0	12,6	11,0	18,6	16,0	46,5	57,3	5,9	119,4	111,4	107,2
	III trim.	166,6	12,2	10,0	20,0	15,2	48,9	55,6	4,7	118,4	106,9	110,8
	IV trim.	180,3	13,5	10,6	21,4	16,1	48,1	63,8	6,9	128,2	116,9	109,6
1998	I trim.	180,5	12,6	10,8	17,5	17,6	51,2	64,6	6,2	128,3	119,6	107,3
	II trim.	178,7	12,5	11,1	15,9	17,2	50,0	65,8	6,1	127,0	121,4	104,6
	III trim.	170,6	12,2	9,6	14,7	16,2	50,1	62,5	5,2	121,3	119,3	101,7
	IV trim.	178,0	12,8	9,5	13,8	16,2	48,4	71,7	5,5	126,5	130,3	97,1
1999	I trim.	172,6	.	.	.	.	.	.	122,7	.	.	
1997	dic.	58,8	4,4	3,4	7,0	5,1	15,3	21,0	2,6	125,5	116,3	107,9
1998	gen.	57,9	4,1	3,5	6,2	5,6	16,4	20,1	2,0	123,5	114,7	107,6
	feb.	58,2	4,0	3,5	5,7	5,5	16,6	20,7	2,2	124,2	115,2	107,8
	mar.	64,4	4,6	3,8	5,6	6,5	18,2	23,7	2,0	137,3	129,0	106,4
	apr.	60,0	4,3	3,7	5,4	5,7	16,6	22,3	2,0	127,9	121,3	105,5
	mag.	57,1	4,0	3,5	5,5	5,6	15,7	20,9	1,8	121,7	116,0	104,9
	giu.	61,6	4,2	3,9	4,9	5,9	17,7	22,7	2,3	131,4	127,1	103,4
	lug.	59,1	4,3	3,6	4,9	5,9	17,7	20,9	1,9	126,1	123,5	102,1
	ago.	50,0	3,7	2,8	4,7	4,7	14,7	17,9	1,5	106,7	105,5	101,1
	set.	61,5	4,2	3,3	5,0	5,7	17,7	23,7	1,9	131,1	128,8	101,8
	ott.	61,7	4,3	3,3	5,0	5,7	17,2	24,3	2,0	131,6	132,5	99,3
	nov.	59,0	4,2	3,1	4,4	5,3	16,0	24,3	1,8	125,8	130,6	96,3
	dic.	57,3	4,4	3,1	4,4	5,2	15,3	23,2	1,8	122,3	127,9	95,6
1999	gen.	53,9	.	.	.	.	.	.	114,8	.	.	
	feb.	55,2	.	.	.	.	.	.	117,6	.	.	
	mar.	63,6	.	.	.	.	.	.	135,6	.	.	

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

1) A causa di differenze nelle definizioni, nella copertura e nei tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio con l'estero (compilati da Eurostat) non sono del tutto confrontabili con la voce beni delle statistiche di bilancia dei pagamenti compilate dalla BCE. (tavola 8.2). Gran parte delle differenze deriva dal trattamento delle assicurazioni e dei costi di spedizione nella rilevazione delle importazioni, che nel 1998 hanno rappresentato circa il 3,8 per cento del valore delle importazioni (c.i.f.).

2) Elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

## Tavola 9

### 3. Saldi commerciali <sup>1)</sup>

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

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alim. non energetici	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manufatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
1996	75,8	2,0	-22,7	-60,9	31,3	28,1	102,1	-4,2	
1997	88,4	3,2	-25,0	-66,8	37,0	28,3	114,3	-2,6	
1998	82,8	2,9	-25,4	-49,5	36,8	19,2	102,5	-3,8	
1996	IV trim.	24,2	1,2	-5,5	-18,7	8,0	10,6	30,7	-2,1
1997	I trim.	11,6	0,6	-5,8	-17,5	8,0	4,2	23,0	-0,9
	II trim.	23,7	0,7	-7,0	-15,0	9,1	7,4	29,1	-0,6
	III trim.	26,8	0,9	-5,9	-16,6	10,4	6,8	30,9	0,2
	IV trim.	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	9,9	31,3	-1,3
1998	I trim.	13,5	0,5	-6,7	-14,1	9,0	3,1	22,9	-1,1
	II trim.	24,9	1,4	-7,2	-12,6	9,7	6,0	28,6	-1,0
	III trim.	23,9	0,5	-5,8	-11,7	9,5	4,4	27,6	-0,6
	IV trim.	20,7	0,5	-5,7	-11,1	8,6	5,7	23,4	-0,9
1999	I trim.	10,7	.	.	.	.	.	.	.
1997	dic.	8,3	0,1	-2,1	-5,8	3,0	2,8	11,0	-0,7
1998	gen.	0,5	-0,1	-2,3	-5,0	2,8	-0,2	5,7	-0,4
	feb.	5,4	0,4	-2,2	-4,7	3,1	1,4	8,1	-0,6
	mar.	7,5	0,2	-2,3	-4,4	3,1	1,9	9,1	-0,2
	apr.	7,9	0,4	-2,4	-4,3	3,4	2,2	8,7	-0,1
	mag.	8,7	0,5	-2,3	-4,5	3,1	2,3	9,6	-0,1
	giu.	8,3	0,5	-2,6	-3,8	3,2	1,4	10,4	-0,8
	lug.	13,6	0,2	-2,2	-3,8	3,4	3,3	13,1	-0,2
	ago.	6,2	0,3	-1,6	-3,8	3,1	0,7	7,6	-0,1
	set.	4,2	0,0	-2,0	-4,1	3,1	0,5	6,9	-0,3
	ott.	6,6	0,2	-2,0	-4,0	2,9	2,2	7,7	-0,4
	nov.	7,1	0,3	-1,9	-3,5	2,8	1,9	7,7	-0,2
	dic.	7,0	-0,1	-1,8	-3,5	3,0	1,6	8,0	-0,2
1999	gen.	0,2	.	.	.	.	.	.	.
	feb.	4,2	.	.	.	.	.	.	.
	mar.	6,3	.	.	.	.	.	.	.

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

1) A causa di differenze nelle definizioni, nella copertura e nei tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio con l'estero (compilati da Eurostat) non sono del tutto confrontabili con la voce beni delle statistiche di bilancia dei pagamenti compilate dalla BCE. (tavola 8.1). Gran parte delle differenze deriva dal trattamento delle assicurazioni e dei costi di spedizione nella rilevazione delle importazioni, che nel 1998 hanno rappresentato circa il 3,8 per cento del valore delle importazioni (c.i.f.).

# I 0 Tassi di cambio

**Tavola I 0**
**Tassi di cambio <sup>1)</sup>**
*(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 1	Yen giapponese 2	Franco svizzero 3	Sterlina britannica 4	Corona svedese 5	Corona danese 6	Dracma greca 7	Corona norvegese 8	Dollaro canadese 9
1995	1,308	123,0	1,546	0,829	9,33	7,33	303,0	8,29	1,795
1996	1,270	138,1	1,568	0,814	8,51	7,36	305,5	8,20	1,731
1997	1,134	137,1	1,644	0,692	8,65	7,48	309,3	8,02	1,569
1998	1,121	146,4	1,622	0,676	8,92	7,50	330,7	8,47	1,665
1998 II trim.	1,100	149,5	1,643	0,665	8,60	7,52	339,9	8,28	1,592
1998 III trim.	1,118	156,3	1,642	0,676	8,95	7,50	332,7	8,54	1,690
1998 IV trim.	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44	331,5	8,82	1,814
1999 I trim.	1,122	130,7	1,599	0,687	8,98	7,44	322,7	8,60	1,696
1999 II trim.	1,057	127,7	1,600	0,658	8,90	7,43	325,0	8,24	1,557
1998 giu.	1,101	154,4	1,645	0,667	8,71	7,52	334,8	8,34	1,613
1998 lug.	1,098	154,3	1,661	0,668	8,77	7,52	328,7	8,37	1,630
1998 ago.	1,102	159,4	1,646	0,675	8,96	7,50	331,6	8,51	1,688
1998 set.	1,154	155,3	1,617	0,687	9,12	7,48	337,9	8,74	1,756
1998 ott.	1,194	144,2	1,596	0,705	9,37	7,44	336,5	8,88	1,842
1998 nov.	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44	329,1	8,68	1,793
1998 dic.	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45	328,8	8,91	1,807
1999 gen.	1,161	131,3	1,605	0,703	9,08	7,44	323,6	8,65	1,765
1999 feb.	1,121	130,8	1,598	0,689	8,91	7,44	322,0	8,65	1,679
1999 mar.	1,088	130,2	1,595	0,671	8,94	7,43	322,5	8,51	1,651
1999 apr.	1,070	128,2	1,602	0,665	8,91	7,43	325,5	8,32	1,594
1999 mag.	1,063	129,7	1,603	0,658	8,97	7,43	325,2	8,23	1,553
1999 giu.	1,038	125,3	1,595	0,650	8,83	7,43	324,2	8,17	1,524
var. perc. sul mese prec. <sup>2)</sup>	-2,4	-3,4	-0,5	-1,2	-1,6	0	-0,3	-0,8	-1,8

	Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro							Tasso di cambio effettivo dell'area dell'euro <sup>3)</sup>	
	Dollaro australiano 10	Dollaro neozelandese 11	Dollaro di Hong Kong 12	Won coreano 13	Dollaro di Singapore 14	Dollaro di Taiwan 15	Peso messicano 16	nominale 17	reale 18
1995	1,765	1,993	10,01	999,7	1,833	34,28	8,35	97,8	98,7
1996	1,623	1,847	9,68	1.007,9	1,765	34,39	9,52	98,3	99,1
1997	1,528	1,715	8,75	1.069,8	1,678	32,50	8,95	90,4	90,7
1998	1,787	2,097	8,69	1.568,9	1,876	37,64	10,30	92,3	92,1
1998 II trim.	1,754	2,063	8,53	1.537,0	1,810	37,09	9,55	91,3	91,1
1998 III trim.	1,867	2,199	8,67	1.486,8	1,935	38,71	10,62	93,5	93,4
1998 IV trim.	1,887	2,236	9,16	1.516,6	1,942	38,64	11,84	94,6	94,2
1999 I trim.	1,770	2,087	8,69	1.342,6	1,911	36,60	11,18	91,0	90,8
1999 II trim.	1,618	1,949	8,19	1.258,8	1,810	34,57	9,98	87,6	87,4
1998 giu.	1,824	2,151	8,53	1.539,8	1,866	38,06	9,83	92,2	92,0
1998 lug.	1,776	2,116	8,51	1.423,6	1,878	37,79	9,78	92,0	92,1
1998 ago.	1,868	2,196	8,55	1.450,4	1,939	38,33	10,34	93,3	93,3
1998 set.	1,962	2,289	8,97	1.592,4	1,994	40,10	11,83	95,2	94,9
1998 ott.	1,932	2,284	9,31	1.615,7	1,969	39,81	12,21	95,8	95,3
1998 nov.	1,834	2,180	9,05	1.511,9	1,913	38,08	11,64	94,1	93,6
1998 dic.	1,893	2,241	9,11	1.426,3	1,941	38,02	11,65	94,0	93,6
1999 gen.	1,839	2,159	8,99	1.362,4	1,950	37,43	11,82	92,7	92,3
1999 feb.	1,751	2,062	8,68	1.330,2	1,905	36,41	11,21	90,9	90,6
1999 mar.	1,726	2,045	8,43	1.336,2	1,881	36,04	10,60	89,5	89,4
1999 apr.	1,668	1,972	8,30	1.292,2	1,834	35,22	10,10	88,4	88,0
1999 mag.	1,605	1,925	8,24	1.272,1	1,820	34,82	9,97	88,1	87,8
1999 giu.	1,580	1,948	8,05	1.212,6	1,775	33,70	9,88	86,4	86,2
var. perc. sul mese prec. <sup>2)</sup>	-1,5	1,2	-2,3	-4,7	-2,5	-3,2	-0,9	-2	-1,9
var. perc. sul anno prec. <sup>2)</sup>								-6,4	-6,3

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 <sup>1)</sup> , in percentuale per anno	Tasso di cambio <sup>2)</sup> in unità della valuta nazionale per euro/ECU	Saldo della bilancia dei pagamenti <sup>3)</sup> in percentuale del PIL	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>4)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale <sup>5)</sup>	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>6)</sup>	Tasso di interesse a 3 mesi <sup>1)</sup> , in percentuale, su base annua
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Danimarca</b>												
1995	-	-2,4	72,1	8,27	7,33	-	1,7	3,0	4,4	7,2	-2,0	6,20
1996	2,1	-0,9	67,4	7,19	7,36	-	1,0	3,3	2,0	6,8	7,2	3,98
1997	1,9	0,4	63,6	6,26	7,48	0,6	2,8	3,1	5,6	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	0,8	58,1	4,94	7,50	-1,2	2,8	2,9	2,2	5,1	4,6	4,27
1998	II trim.	-	-	5,12	7,52	-1,8	1,6	1,3	-1,2	5,2	5,1	4,21
1998	III trim.	-	-	4,82	7,50	1,4	3,1	3,7	3,7	5,1	6,6	4,47
1998	IV trim.	-	-	4,51	7,44	-3,5	4,4	2,7	-0,3	4,7	3,7	4,51
1999	I trim.	-	-	4,22	7,44	-	-	-	0,0	4,8	4,5	3,64
1999	II trim.	-	-	-	7,45	-	-	-	-	-	-	3,12
1998	dic.	-	-	4,27	7,45	-	-	-	-3,6	4,7	2,9	4,23
1999	gen.	-	-	4,03	7,44	-	-	-	-0,9	4,9	3,7	3,87
1999	feb.	-	-	4,19	7,44	-	-	-	-0,9	4,8	4,3	3,62
1999	mar.	-	-	4,43	7,43	-	-	-	1,8	4,7	5,5	3,46
1999	apr.	-	-	4,22	7,43	-	-	-	9,8	4,7	3,9	3,12
1999	mag.	-	-	4,46	7,43	-	-	-	-	-	5,2	3,11
1999	giu.	-	-	-	7,43	-	-	-	-	-	-	3,13
<b>Grecia</b>												
1995	-	-10,3	110,1	-	303,0	-2,8	11,6	2,1	2,1	7,1	6,4	16,09
1996	7,9	-7,5	112,2	-	305,5	-3,7	10,6	2,4	0,6	7,5	9,8	13,54
1997	5,4	-3,9	109,4	9,92	309,3	-4,0	7,1	3,2	1,0	7,9	14,5	12,48
1998	4,5	-2,4	106,5	8,48	330,7	-3,1	-	-	3,4	10,0	4,0	13,53
1998	II trim.	-	-	7,90	339,9	-	-	-	6,1	10,3	3,4	12,77
1998	III trim.	-	-	7,83	332,7	-	-	-	3,7	11,7	2,3	13,18
1998	IV trim.	-	-	7,76	331,5	-	-	-	0,8	9,8	5,7	11,94
1999	I trim.	-	-	6,08	322,7	-	-	-	-1,1	-	-	10,56
1999	II trim.	-	-	-	325,0	-	-	-	-	-	-	9,80
1998	dic.	-	-	7,17	328,8	-	-	-	-1,3	9,3	8,7	11,62
1999	gen.	-	-	6,32	323,6	-	-	-	-0,1	-	14,6	11,45
1999	feb.	-	-	5,96	322,0	-	-	-	-0,9	-	-	10,43
1999	mar.	-	-	5,97	322,5	-	-	-	-2,2	-	-	9,84
1999	apr.	-	-	5,85	325,5	-	-	-	-	-	-	9,85
1999	mag.	-	-	5,75	325,2	-	-	-	-	-	-	9,72
1999	giu.	-	-	-	324,2	-	-	-	-	-	-	9,84
<b>Svezia</b>												
1995	-	-6,9	77,6	10,24	9,33	-	-	3,7	10,6	8,8	-1,3	8,83
1996	0,8	-3,5	76,7	8,02	8,51	-	-	1,3	1,8	9,6	10,0	6,03
1997	1,8	-0,7	76,7	6,62	8,65	-	-	1,8	7,2	9,9	4,2	4,43
1998	1,0	2,0	75,1	4,99	8,92	2,3	-	2,6	4,1	8,3	3,5	4,36
1998	II trim.	-	-	5,13	8,60	1,1	-	1,8	6,2	8,6	2,6	4,53
1998	III trim.	-	-	4,82	8,95	2,4	-	2,5	4,8	8,2	4,7	4,29
1998	IV trim.	-	-	4,50	9,38	2,8	-	3,2	1,2	7,6	4,5	3,94
1999	I trim.	-	-	4,21	8,98	2,4	-	3,6	-	7,5	5,4	3,31
1999	II trim.	-	-	4,54	8,90	-	-	-	-	-	-	3,07
1998	dic.	-	-	4,22	9,45	-	-	-	-1,5	7,5	2,1	3,60
1999	gen.	-	-	4,02	9,08	-	-	-	-1,1	7,7	4,1	3,42
1999	feb.	-	-	4,18	8,91	-	-	-	-	7,3	5,8	3,31
1999	mar.	-	-	4,44	8,94	-	-	-	-	7,5	6,3	3,23
1999	apr.	-	-	4,24	8,91	-	-	-	-	7,4	6,7	2,99
1999	mag.	-	-	4,50	8,97	-	-	-	-	-	6,6	3,10
1999	giu.	-	-	4,87	8,83	-	-	-	-	-	-	3,12
<b>Regno Unito</b>												
1995	-	-5,7	53,0	8,32	0,829	-	1,7	2,8	1,5	8,7	7,2	6,75
1996	2,5	-4,4	53,6	7,94	0,814	0,0	2,0	2,6	0,4	8,2	9,9	6,11
1997	1,8	-1,9	52,1	7,13	0,692	0,9	3,3	3,5	1,0	7,0	11,2	6,92
1998	1,5	0,6	49,4	5,60	0,676	0,2	-	2,1	0,3	6,3	9,6	7,43
1998	II trim.	-	-	5,89	0,665	-0,8	-	2,3	1,0	6,3	9,9	7,58
1998	III trim.	-	-	5,57	0,676	0,8	-	1,8	0,5	6,3	9,5	7,67
1998	IV trim.	-	-	4,82	0,702	1,0	-	1,1	-0,5	6,3	8,6	6,89
1999	I trim.	-	-	4,39	0,687	-	-	0,7	-	6,3	7,3	5,60
1999	II trim.	-	-	-	0,658	-	-	-	-	-	-	5,29
1998	dic.	-	-	4,54	0,702	-	-	-	-1,0	6,4	8,2	6,47
1999	gen.	-	-	4,20	0,703	-	-	-	-0,9	6,3	7,6	5,90
1999	feb.	-	-	4,37	0,689	-	-	-	-1,4	6,3	7,4	5,53
1999	mar.	-	-	4,60	0,671	-	-	-	-	-	6,9	5,40
1999	apr.	-	-	4,54	0,665	-	-	-	-	-	-	5,32
1999	mag.	-	-	4,83	0,658	-	-	-	-	-	-	5,35
1999	giu.	-	-	-	0,650	-	-	-	-	-	-	5,22

Fonti: Eurostat (colonne 1, 8, 10 (esclusa la Grecia)); Commissione europea (DG II 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) BPM5; BPM4 per la Grecia. 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).

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

**Tavola 12.1**

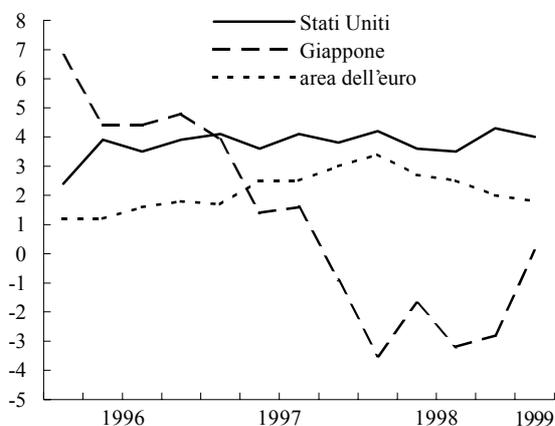
## Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale <sup>1)</sup>	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro	M2 <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali per anno)	Rendimento sui titoli pubblici a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali per anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro/ECU)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) fiscale in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
1995	2,8	-1,6	2,3	5,4	5,6	2,1	5,44	6,69	1,308	-2,2	60,8
1996	2,9	-2,3	3,4	4,8	5,4	4,8	5,43	6,54	1,270	-1,2	59,9
1997	2,3	0,0	3,9	6,7	4,9	5,0	5,62	6,45	1,134	0,1	57,8
1998	1,6	0,7	3,9	4,2	4,5	7,4	5,00	5,33	1,121	1,4	55,4
1998 II trim.	1,6	1,0	3,6	5,0	4,4	7,2	5,59	5,67	1,100	-	56,2
1998 III trim.	1,6	1,4	3,5	3,2	4,5	7,3	5,20	5,27	1,118	-	55,4
1998 IV trim.	1,5	-0,8	4,3	2,5	4,4	8,4	5,00	4,72	1,177	-	55,4
1999 I trim.	1,7	-1,6	4,0	2,3	4,3	8,5	4,99	5,00	1,122	-	-
1999 II trim.	.	.	.	.	.	.	5,08	5,54	1,057	-	-
1998 dic.	1,6	-	-	2,2	4,3	8,7	5,00	4,69	1,172	-	-
1999 gen.	1,7	-	-	1,9	4,3	8,7	4,99	4,78	1,161	-	-
1999 feb.	1,6	-	-	2,4	4,4	8,5	5,00	4,99	1,121	-	-
1999 mar.	1,7	-	-	2,5	4,2	8,1	4,99	5,23	1,088	-	-
1999 apr.	2,3	-	-	2,4	4,3	8,1	4,97	5,18	1,070	-	-
1999 mag.	2,1	-	-	2,4	4,2	7,9	4,98	5,54	1,063	-	-
1999 giu.	.	-	-	.	.	.	5,17	5,90	1,038	-	-
<b>Giappone</b>											
1995	-0,1	-2,5	1,5	3,4	3,2	3,0	0,50	3,32	123,0	-3,6	.
1996	0,1	-1,7	5,1	2,3	3,4	3,3	0,31	3,03	138,1	-4,3	.
1997	1,7	-1,8	1,4	3,6	3,4	3,1	0,36	2,15	137,1	-3,3	.
1998	0,6	.	-2,8	-7,1	4,1	4,4	0,18	1,30	146,4	-5,9	.
1998 II trim.	0,3	7,1	-1,7	-8,8	4,1	4,2	0,43	1,36	149,5	-	.
1998 III trim.	-0,2	.	-3,2	-8,5	4,3	4,2	0,12	1,14	156,3	-	.
1998 IV trim.	0,5	.	-2,8	-6,8	4,4	4,5	0,18	1,04	140,6	-	.
1999 I trim.	-0,1	.	0,1	-4,2	4,6	4,1	0,31	1,96	130,7	-	.
1999 II trim.	.	.	.	.	.	.	0,14	1,50	127,7	-	.
1998 dic.	0,6	.	-	-6,7	4,4	4,4	0,18	1,39	137,4	-	.
1999 gen.	0,2	.	-	-8,3	4,4	4,1	0,35	2,07	131,3	-	.
1999 feb.	-0,1	.	-	-4,1	4,6	3,9	0,38	2,09	130,8	-	.
1999 mar.	-0,4	.	-	-0,8	4,8	4,2	0,20	1,72	130,2	-	.
1999 apr.	-0,1	.	-	-2,4	4,8	4,0	0,18	1,55	128,2	-	.
1999 mag.	-0,4	.	-	.	4,6	4,1	0,12	1,36	129,7	-	.
1999 giu.	.	.	-	.	.	.	0,10	1,60	125,3	-	.

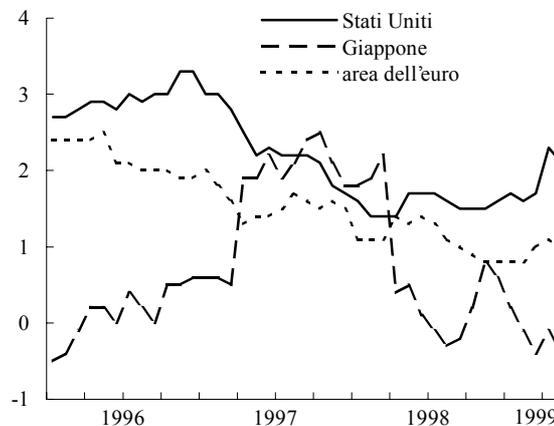
### PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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

1) Industria manifatturiera.

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

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

4) Per ulteriori informazioni, cfr. tavola 10.

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

## Tavola 12.2

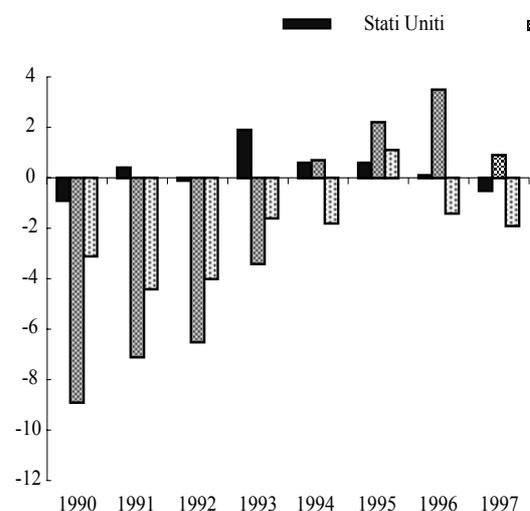
### Risparmio, investimenti e saldi finanziari

(in percentuale del PIL)

	Risparmio e investimenti nazionali			Società non finanziarie						Famiglie <sup>1)</sup>			
	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
<b>Stati Uniti</b>													
1995	16,3	17,4	-1,4	7,8	7,2	6,0	8,3	5,4	2,3	12,2	6,6	13,5	5,0
1996	16,6	17,8	-1,6	7,9	7,5	5,3	8,2	5,2	0,7	12,4	5,1	13,5	4,8
1997	17,3	18,4	-1,7	8,3	7,4	3,7	8,2	4,3	1,5	12,3	4,6	12,8	4,6
1998	17,2	18,8	-2,5	8,3	7,7	4,3	8,1	4,6	0,8	12,8	4,9	11,5	5,9
1997 II trim.	17,6	18,5	-1,5	8,7	7,5	1,8	8,3	2,9	1,1	12,2	5,9	13,3	4,5
III trim.	17,5	18,4	-1,7	8,2	7,7	5,1	8,4	6,1	1,6	12,3	4,9	12,9	5,4
IV trim.	17,3	18,5	-2,0	8,1	7,3	3,2	8,1	3,4	2,1	12,2	4,6	12,3	4,0
1998 I trim.	17,7	19,1	-2,1	8,7	7,7	6,1	8,2	6,6	1,9	12,5	3,5	11,6	5,6
II trim.	17,2	18,7	-2,5	8,1	7,8	2,3	8,1	2,7	2,6	12,8	8,2	11,5	6,0
III trim.	17,3	18,8	-2,7	8,2	7,6	4,1	8,1	4,1	0,7	12,7	3,6	11,3	5,1
IV trim.	16,9	18,8	-2,6	8,2	7,8	4,7	8,0	4,8	-2,0	13,1	4,4	11,5	6,7
1999 I trim.	17,0	19,0	-3,0	8,2	7,7	5,4	8,1	5,7	3,9	13,3	4,3	10,9	6,6
<b>Giappone</b>													
1995	30,8	28,6	2,1	14,9	14,9	3,1	13,5	2,3	0,5	5,3	10,3	13,1	1,9
1996	31,5	30,0	1,4	14,6	15,3	1,7	15,2	0,3	1,0	6,7	6,4	12,7	1,1
1997	30,9	28,7	2,2	15,5	16,1	3,3	15,2	1,2	0,1	5,6	7,1	12,3	0,7
1998	.	.	.	.	.	4,4	.	-5,7	-1,3	.	5,3	.	-0,3
1997 II trim.	31,2	26,6	2,3	.	.	2,6	.	-1,9	1,4	.	10,7	.	0,7
III trim.	30,2	30,0	2,2	.	.	3,0	.	3,1	0,4	.	-0,3	.	1,5
IV trim.	29,0	29,3	2,6	.	.	6,6	.	10,7	-0,3	.	19,8	.	1,5
1998 I trim.	33,2	27,9	2,4	.	.	0,6	.	-15,3	-2,6	.	-5,4	.	-2,3
II trim.	.	24,1	.	.	.	-0,6	.	1,3	2,2	.	12,2	.	0,0
III trim.	.	26,7	.	.	.	4,1	.	-1,9	0,5	.	-2,2	.	0,5
IV trim.	.	.	.	.	.	12,7	.	-6,7	-4,8	.	15,4	.	0,6
1999 I trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

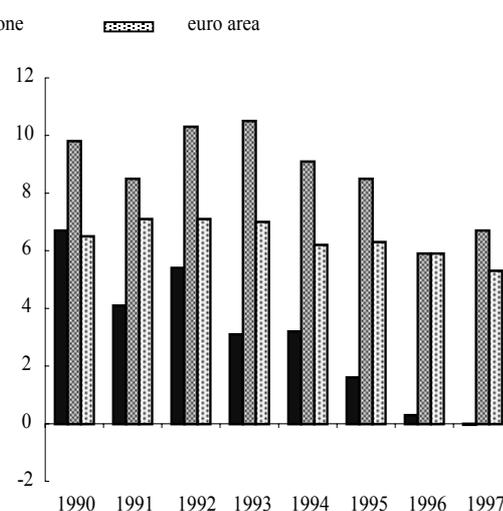
#### Saldo finanziario delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)



#### Saldo finanziario delle famiglie<sup>1)</sup>

(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.<sup>1)</sup>

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, a mano a mano che saranno disponibili, verranno pubblicati nel Bollettino mensile della BCE.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle tavole dalla 2.1 alla 2.6 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio irrevocabilmente fissi annunciati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano sui dati espressi in termini di moneta nazionale.

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

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

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate alla data della prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 1° luglio 1999.

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

### Statistiche di politica monetaria

Le tavole dalla 1.1 alla 1.5 riportano la situazione finanziaria consolidata dell'Eurosistema, i dati sulle operazioni dell'Eurosistema, le statistiche relative alla riserva obbligatoria e la posizione di liquidità del sistema bancario. Le statistiche monetarie riferite alle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), compreso l'Eurosistema, sono contenute nelle tavole da 2.1 a 2.3. La tavola 2.3 riporta dati consolidati; le posizioni interbancarie entro l'area dell'euro non sono riportate, ma eventuali discrepanze tra il totale delle attività e passività di questo tipo segnalate dalle banche sono indicate nella colonna 13. La tavola 2.4 riporta gli aggregati monetari derivanti dal bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); questi ultimi includono anche alcune passività (monetarie) dell'Amministrazione centrale. La tavola 2.5 riporta una scomposizione per settore e per scadenza, su base trimestrale, dei prestiti delle IFM a residenti dell'area dell'euro. La tavola 2.6 contiene una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM. Dati trimestrali più dettagliati dovrebbero essere pubblicati nei prossimi mesi. Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE. I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual: Guidance for the statistical classification of customers* (IME, aprile 1998). Nel documento: *Money and Banking Statistics Compilation Guide* (IME, aprile 1998) sono illustrate alcune procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle Istituzioni finanziarie monetarie (BCE/1998/16).

Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (cfr. tavole dalla 3.1 alla 3.3) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica. Per dettagli concernenti le statistiche sui tassi di interesse bancari al dettaglio (cfr. tavola 3.4) si veda la nota a piè della relativa pagina.

Statistiche relative alle emissioni e rimborsi sui mercati obbligazionari saranno disponibili nel corso del 1999.

### **Prezzi e indicatori congiunturali**

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

L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (cfr. tavola 4.1) è disponibile a partire dal 1995. È basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. Le stime relative a periodi precedenti il 1995, basate su indici nazionali dei prezzi al consumo, non sono del tutto confrontabili. L'attuazione del Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine amplierà la gamma dei dati disponibili sull'area dell'euro, che comprenderà dati tempestivi e comparabili sul volume del commercio al dettaglio, per il quale al momento si utilizza una stima basata sui dati nazionali (cfr. tavola 5.1).

Riguardo alle statistiche sulla contabilità nazionale (cfr. tavole 4.2 e 5.1), nel corso del 1999 e successivamente, con l'attuazione del Sistema europeo di contabilità nazionale (SEC 95), si

potranno ottenere dati pienamente confrontabili, compresi conti sintetici trimestrali per l'area dell'euro. I dati riportati in questo numero sono basati in parte su SEC 95 e in parte su SEC 79.

I tassi di disoccupazione sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). I dati sull'occupazione nell'intera economia derivano da fonti nazionali che utilizzano definizioni simili. I dati sull'occupazione nel settore manifatturiero sono armonizzati e vengono riportati in base al Regolamento sulle statistiche a breve termine (cfr. tavola 5.2).

I dati relativi alle inchieste congiunturali (cfr. figura 5.3) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea tra le imprese 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 per la ricerca finalizzata alla politica economica. L'intento era quello di fornire un insieme abbastanza esauriente, anche se non completo, di conti finanziari per l'area dell'euro sulla base di statistiche monetarie e bancarie, sulla bilancia dei pagamenti, sul mercato dei capitali, sulle imprese finanziarie diverse dalle IFM e sulla finanza pubblica, facendo uso anche dei dati di contabilità nazionale SEC 95. Nella tavola 6 sono riportati gli aggregati relativi all'area dell'euro basati sui conti della formazione del capitale e sui conti finanziari nazionali.

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

### **Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche**

La posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro viene presentata nella tavola 7 con riferimento a entrate, spese, risparmio, disavanzo e debito delle Amministra-

zioni pubbliche, espressi in percentuale del PIL. Queste statistiche sono ottenute mediante l'aggregazione, effettuata a cura della BCE, di dati nazionali armonizzati forniti dalle BCN.

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

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

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

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

Le consistenze delle riserve ufficiali dell'Eurosistema e di altre attività connesse, dal 1999, sono riportate nella tavola 8.6. I corrispondenti flussi netti sono riportati nella tavola 8.1. Tali dati non sono confrontabili con i flussi netti fino al dicembre 1998 riportati nella stessa tavola, in quanto questi ultimi sono costruiti aggregando dati basati su metodologie nazionali e includono anche strumenti emessi da altri residenti dell'area dell'euro.

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

Dal gennaio 1999 le statistiche sui tassi di cambio (cfr. tavola 10) si riferiscono ai tassi di riferimento giornalieri pubblicati dalla BCE.

Note metodologiche dettagliate sulle statistiche di bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro, sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro e sui tassi di cambio sono disponibili sul sito internet della BCE.

### **Altre statistiche**

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. tavola 11) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. tavole/figure 12.1 e 12.2) sono ottenuti da fonti nazionali. I dati sul risparmio, gli investimenti e i saldi finanziari per gli Stati Uniti e il Giappone (cfr. tavola/figura 12.2) sono presentati con una struttura analoga a quella utilizzata per l'area dell'euro nella tavola/figura 6.

---

### **Segni convenzionali nelle tavole**

"-"	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  $\pm 2,25$  per cento intorno al tasso centrale con l'euro. Per la dracma greca si applicherà la normale banda di oscillazione del  $\pm 15$  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.

## 12 gennaio 1999

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

## **21 gennaio 1999**

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

to e quello sui depositi presso le banche centrali permane al 2 per cento.

## **4 marzo 1999**

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

## **18 marzo 1999**

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

## **8 aprile 1999**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanzia-

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

### **22 aprile 1999**

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

### **6 maggio 1999**

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

### **20 maggio 1999**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 2,5, 3,5 e 1,5 per cento, rispettivamente. Il Consiglio direttivo decide inoltre di modificare la scadenza dell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine con regolamento previsto il 30 settembre 1999. La data di rimborso di tale operazione verrà anticipata dal 30 al 23 dicembre 1999. In corrispondenza, l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine il cui annuncio era originariamente previsto per il 27 dicembre 1999, con aggiudicazione e regolamento il 30 dicembre, verrà annunciata il 21 dicembre 1999, con aggiudicazione il 22 e regolamento il 23 dicembre. La modifica del calendario delle operazioni è rivolta ad alleviare il carico delle procedure che gli operatori dei mercati finanziari dovranno effettuare in corrispondenza del passaggio al nuovo anno.

### **2 giugno, 17 giugno, 1° luglio 1999**

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



# Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)

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

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

## Rapporto annuale

*Rapporto annuale 1998*, aprile 1999.

---

## Bollettino mensile

Articoli pubblicati dal gennaio 1999:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

## Working Papers

1 *A global hazard index for the world foreign exchange markets*, di V. Brousseau e F. Scacciavillani, maggio 1999.

2 *What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank*, di C. Monticelli e O. Tristani, maggio 1999.

3 *Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world*, di C. Dekten, maggio 1999.

4 *From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries*, di I. Angeloni e L. Dedola, maggio 1999.

5 *Core inflation: a review of some conceptual issues*, di M. Wynne, maggio 1999.

### **Altre pubblicazioni**

*TARGET brochure*, luglio 1998.

*The Target service level*, luglio 1998.

*Report on electronic money*, agosto 1998.

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

*Money and banking statistics compilation guide*, settembre 1998.

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

*Third progress report on the TARGET project*, novembre 1998.

*Correspondent central banking model (CCBM)*, dicembre 1998.

*Payment systems in the European Union - Addendum incorporating 1997 figures*, gennaio 1999.

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

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