



BANCA CENTRALE EUROPEA

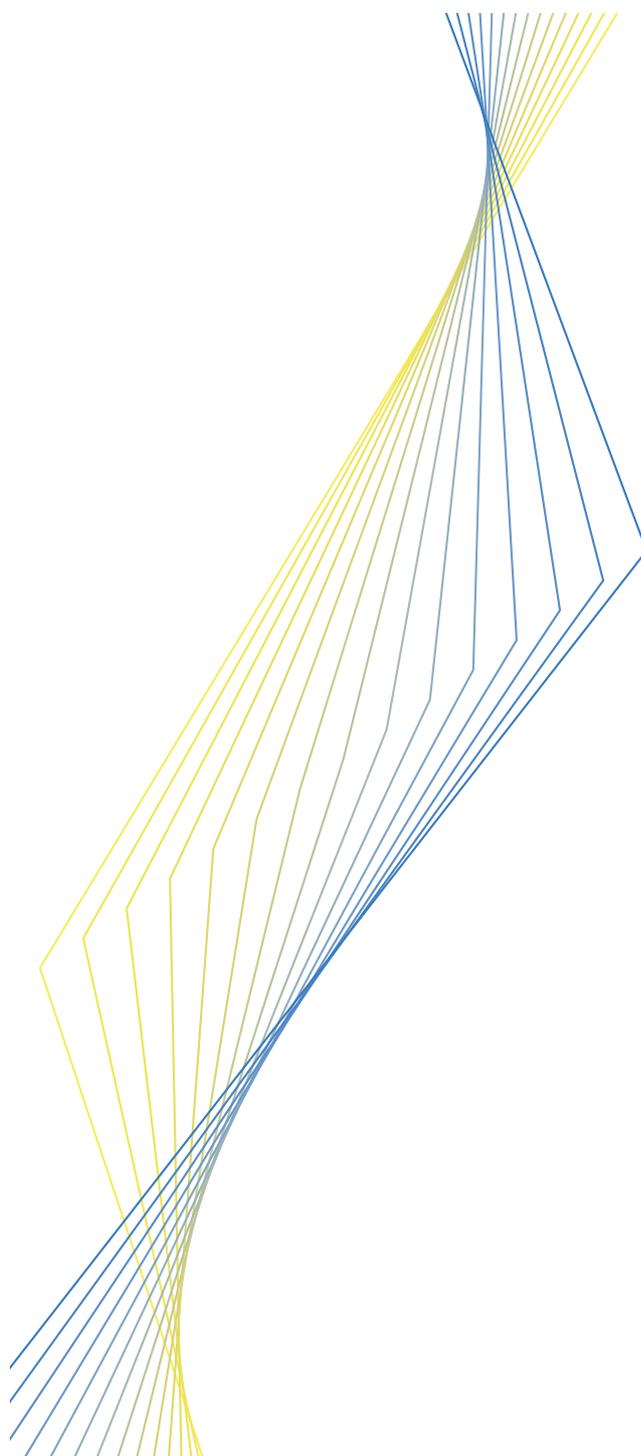
ECB EZB EKT BCE EKP

**BOLLETTINO  
MENSILE**

Maggio 2000



**BANCA CENTRALE EUROPEA**



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

**Maggio 2000**

© **Banca Centrale Europea, 2000**

<b>Indirizzo</b>	<b>Kaiserstrasse 29</b>
	<b>D-60311 Frankfurt am Main</b>
	<b>Germany</b>
<b>Indirizzo postale</b>	<b>Postfach 16 03 19</b>
	<b>D-60066 Frankfurt am Main</b>
	<b>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 10 maggio 2000.*

ISSN 1561-0276

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

# Indice

Editoriale	5
Evoluzione economica nell'area dell'euro	7
Gli andamenti monetari e finanziari	7
I prezzi	21
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	24
Il tasso di cambio e la bilancia dei pagamenti	32
Riquadri:	
1 Operazioni di politica monetaria e condizioni di liquidità nel periodo di mantenimento delle riserve terminato il 23 aprile	12
2 Il recente andamento della volatilità degli indici dei corsi azionari	18
3 La struttura e l'andamento del valore aggiunto nell'area dell'euro	26
Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria	37
Evoluzione e caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro nell'area dell'euro	57
Statistiche dell'area dell'euro	1*
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	65*
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)	67*

## 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.**

Dall'ultima edizione del Bollettino mensile della BCE il Consiglio direttivo ha tenuto due riunioni. Nella prima, che ha avuto luogo il 27 aprile 2000, esso ha deciso di innalzare i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 25 punti base, al 3,75 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 4 maggio 2000. Tali operazioni continuano ad essere condotte sotto forma di aste a tasso fisso. Anche i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi overnight presso la banca centrale sono stati aumentati di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, entrambi con effetto dal 28 aprile 2000. Nella riunione successiva, tenuta l'11 maggio scorso, il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse della BCE.

La decisione adottata il 27 aprile dal Consiglio direttivo è coerente con la politica volta a contrastare in maniera preventiva i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine. Si è ritenuto che tali rischi potessero scaturire dalla forte crescita degli aggregati monetari e creditizi, così come dal basso livello del tasso di cambio dell'euro, in un contesto di rapida espansione economica.

Nella riunione dell'11 maggio il Consiglio direttivo ha rilevato che la media a tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 – relativa al periodo gennaio-marzo 2000 – è salita al 6,0 per cento, rispetto al 5,9 osservato fra dicembre 1999 e febbraio 2000, riflettendo la considerevole crescita destagionalizzata di tale aggregato nel marzo 2000. Di conseguenza, l'espansione di M3 è rimasta circa un punto percentuale e mezzo al di sopra del valore di riferimento del 4½ per cento. Il quadro generale indicante la presenza di abbondante liquidità nell'area dell'euro trovava inoltre riscontro nel ritmo di incremento annuo del credito al settore privato, innalzatosi nel marzo 2000 al 10,9 per cento, a fronte del 10,4 registrato nel mese precedente.

Per quanto concerne l'evoluzione economica nell'area dell'euro, le informazioni recenti confermano le prospettive assai favorevoli per una elevata crescita nell'area dell'euro. Tutti gli

indicatori disponibili segnalano il perdurare dell'espansione economica, dopo la ripresa osservata nella seconda metà del 1999. La produzione industriale, misurata in termini destagionalizzati, ha recuperato slancio nel febbraio 2000, a riprova dell'ulteriore intensificarsi dell'attività in tale comparto. L'utilizzazione della capacità produttiva è aumentata in aprile, insieme con il clima di fiducia nel settore industriale, migliorato per l'ottavo mese consecutivo fin quasi al livello massimo segnato nella prima metà del 1989. Inoltre, in presenza di livelli record di fiducia dei consumatori e di un perdurante calo della disoccupazione, ci si attende che si mantenga la dinamica sostenuta evidenziata di recente dai consumi privati. Quanto al contesto esterno all'area dell'euro, il rilancio dell'economia mondiale ha interessato ultimamente un maggior numero di paesi, sia industriali che emergenti. Confortate dalle favorevoli prospettive di espansione della domanda sia interna che estera, negli ultimi mesi le previsioni di crescita economica all'interno dell'area per il 2000 e 2001 sono state riviste al rialzo.

I rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro si sono leggermente innalzati in aprile e agli inizi di maggio, raggiungendo livelli appena superiori al 5,5 per cento. Ciò riflette in parte una tendenza globale, segnalata dall'aumento degli analoghi tassi statunitensi. Nel contempo la curva dei rendimenti nell'area dell'euro si è leggermente appiattita, in seguito al recente incremento dei tassi d'interesse a breve. La sua inclinazione è rimasta tuttavia relativamente pronunciata, coerentemente con le attese di un perdurare dell'espansione economica nell'area dell'euro a un ritmo pari a quello attuale o persino più elevato.

Malgrado le diffuse attese di un assottigliamento dei differenziali di crescita fra le principali regioni economiche mondiali, il tasso di cambio nominale effettivo dell'euro si è ulteriormente deprezzato nell'aprile 2000. In misura crescente, pertanto, il suo livello non rispecchia né le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro, sempre più solide, né le posizioni di bilancia dei pagamenti a livello mondiale. Finché non si invertirà, il

divergere del tasso di cambio dalle variabili economiche fondamentali potrebbe produrre una indesiderabile distorsione dei flussi commerciali e della struttura dei finanziamenti internazionali.

L'indebolimento esterno della valuta europea, fino a quando non sarà riassorbito, accentuerà i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine a causa del suo impatto sui prezzi all'importazione. La BCE terrà sotto stretta osservazione tali sviluppi.

Nel marzo 2000 l'inflazione, misurata dagli incrementi dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è salita al 2,1 per cento, rispetto al 2,0 del mese precedente, per l'effetto congiunto delle quotazioni del greggio e del tasso di cambio. Un'evoluzione simile ha contraddistinto l'Indice dei prezzi alla produzione, il cui tasso di variazione annuo è passato dal 5,8 per cento in febbraio al 6,2 in marzo, principalmente in ragione del più elevato aumento dei prezzi dei beni intermedi, maggiormente esposti ai rincari del petrolio e, più in generale, delle importazioni. Inoltre, alcuni movimenti al rialzo sono stati osservati anche per i prezzi dei beni di investimento e di consumo, i cui tassi di variazione sui dodici mesi hanno seguito una tendenza ascendente dalla prima metà del 1999. Nei prossimi mesi è possibile attendersi, da un lato, un certo influsso moderatore sui tassi di inflazione annui dello IAPC generato principalmente da effetti base, che mitigano gli incrementi dell'inflazione grazie al confronto con lo stesso mese dell'anno precedente; dall'altro, l'impatto ritardato del deprezzamento dell'euro potrebbe agire nella direzione opposta.

I movimenti di breve periodo del tasso di inflazione, tuttavia, non dovrebbero far dimenticare che ciò che rileva per la politica monetaria sono le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio termine. A tale riguardo, le informazioni fornite da entrambi i pilastri della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema indicano il

persistere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, come mostrano i recenti andamenti degli aggregati monetari e creditizi e il deprezzamento del valore esterno dell'euro. Tali rischi devono essere seriamente considerati, alla luce della fase di vigorosa espansione economica in atto nell'area dell'euro.

La politica monetaria rimarrà vigile nell'affrontare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi in una prospettiva orientata al futuro, assicurando che la stabilità dei prezzi sia mantenuta nel medio termine. Una durevole stabilità dei prezzi e deboli aspettative inflazionistiche concorreranno a trasformare l'attuale ripresa ciclica in un lungo periodo di crescita economica sostenuta e calo della disoccupazione, creando solide basi per un euro forte.

Vi sono, al momento, buone ragioni per ritenere che l'area dell'euro godrà di un duraturo periodo di espansione economica, robusta e non inflazionistica. Il perdurare della moderazione salariale, la realizzazione di ulteriori progressi nel processo di consolidamento fiscale e l'attuazione di riforme strutturali nei mercati dei beni e del lavoro forniranno a tal fine un contributo determinante.

La presente edizione del Bollettino mensile contiene due articoli. Il primo, dal titolo *Il contenuto informativo dei tassi d'interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria*, esamina in che modo la struttura per scadenze dei tassi d'interesse e i prezzi degli strumenti derivati basati su di essi possono essere analizzati da una banca centrale al fine di ricavarne informazioni utili sulle aspettative di mercato circa la futura evoluzione di variabili macroeconomiche. Il secondo, *Evoluzione e caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro nell'area dell'euro*, analizza i fattori strutturali sottostanti all'attuale elevato livello di disoccupazione nell'area dell'euro e passa in rassegna un'ampia gamma di misure di politica economica atte ad affrontare i problemi esistenti in tale ambito

# Evoluzione economica nell'area dell'euro

## I Gli andamenti monetari e finanziari

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

Nella riunione del 27 aprile 2000 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare di 25 punti base il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, che continueranno a essere condotte mediante aste a tasso fisso; il tasso è stato fissato al 3,75 per cento a decorrere dall'operazione con regolamento 4 maggio 2000. Anche i tassi sulle operazioni di deposito e di rifinanziamento marginale sono stati aumentati di 25 punti base, rispettivamente al 2,75 e al 4,75 per cento, a decorrere dal 28 aprile 2000. Nella successiva riunione dell'11 maggio il Consiglio direttivo ha lasciato i tassi invariati (cfr. figura 1).

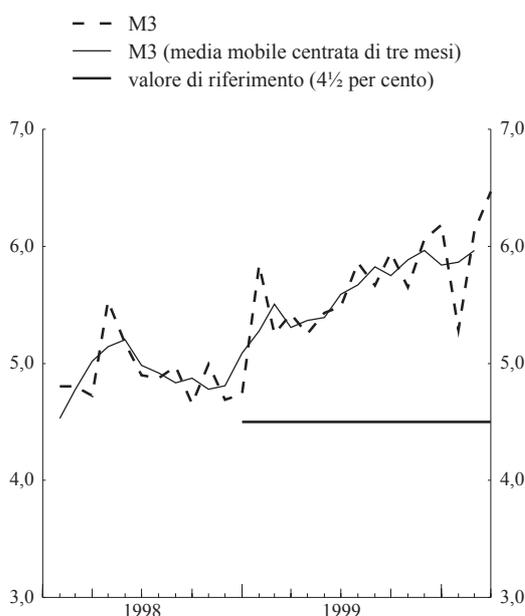
### Sostenuta la crescita di M3 in marzo

In marzo il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è aumentato al 6,5 per cento, dal 6,1 di febbraio (dato, quest'ultimo, rivisto rispetto all'originario 6,2 per cento). La media su tre mesi di tale tasso di crescita, relativa al periodo gennaio-marzo 2000, è salita

**Figura 2**

### Crescita di M3 e valore di riferimento

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

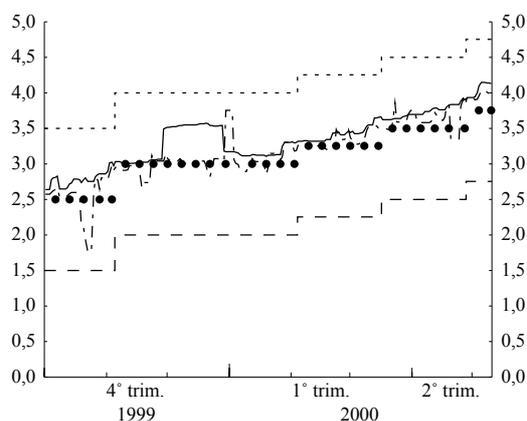
leggermente, al 6,0 per cento, dal 5,9 del trimestre precedente. La crescita di M3 si è pertanto mantenuta circa un punto percentuale e mezzo al di sopra del valore di riferimento del 4½ per cento (cfr. figura 2).

**Figura 1**

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

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

- tasso di rifinanziamento marginale
- - - tasso sui depositi overnight presso la banca centrale
- • • tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali
- tasso di interesse a un mese (EURIBOR)
- - - tasso di interesse overnight (EONIA)



Fonti: BCE e Reuters.

Gli andamenti recenti di M3 confermano che nell'area dell'euro l'offerta di liquidità permane generosa. In marzo l'incremento mensile di M3 è stato molto pronunciato, così com'era accaduto nel mese precedente. Il tasso di crescita su sei mesi, annualizzato e destagionalizzato, è salito al 7,4 per cento in marzo rispetto al 6,3 per cento di febbraio.

La crescita di M3 sul mese precedente è stata, in marzo, pari a 32 miliardi di euro; correggendo per i fattori stagionali l'incremento è stato di 46 miliardi di euro (1,0 per cento; cfr. tavola 1). Tale andamento ha riflesso un aumento di tutte le principali componenti di M3. In termini destagionalizzati, l'aggregato monetario ristretto M1 (circolante e depositi in conto corrente) ha registrato un incremento di 20 miliardi di euro (1,0 per cento), mentre i depositi a breve

## Tavola I

### M3 e principali componenti

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

	marzo 2000	gennaio 2000		febbraio 2000		marzo 2000		variazione media	
	livelli	variazioni		variazioni		variazioni		gen. 2000-mar. 2000	
	miliardi di euro	miliardi di euro	variaz. perc.	miliardi di euro	variaz. perc.	miliardi di euro	variaz. perc.	miliardi di euro	variaz. perc.
<b>M3</b>	4.841,8	24,5	0,5	39,0	0,8	45,7	1,0	36,4	0,8
Circolante + depositi in conto corrente (= M1)	1.970,1	41,3	2,2	25,6	1,3	19,6	1,0	28,8	1,5
Altri depositi a breve termine (= M2 - M1)	2.151,3	-17,9	-0,8	8,1	0,4	11,1	0,5	0,4	0,0
Strumenti negoziabili (= M3 - M2)	720,4	1,2	0,2	5,4	0,8	15,0	2,1	7,2	1,0

Fonte: BCE.

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

termine diversi da quelli in conto corrente e gli strumenti negoziabili sono aumentati rispettivamente di 11 miliardi di euro (0,5 per cento) e di 15 miliardi di euro (2,1 per cento).

Il tasso di crescita sui dodici mesi del circolante è sceso al 5,2 per cento in marzo, dal 5,7 del mese precedente, mentre quello dei depositi in conto corrente è rimasto elevato (all'11,0 per cento, rispetto all'11,4 di febbraio). Il ritmo di crescita di questi ultimi è stato molto sostenuto nel primo trimestre di quest'anno, interrompendo il rallentamento osservato nella seconda metà del 1999. Poiché l'aumento dei tassi d'interesse di mercato a breve termine registrato nel primo trimestre di quest'anno avrebbe dovuto cominciare a contribuire al contenimento della domanda di questi strumenti, l'andamento sostenuto di quest'ultima nel periodo considerato sembra riflettere principalmente la vigorosa crescita economica nell'area dell'euro. Inoltre, la maggiore preferenza per la liquidità potrebbe essere stata dettata in parte da motivazioni precauzionali, dato il grado relativamente elevato di incertezza nei mercati azionari dell'area nei primi tre mesi dell'anno (cfr. riquadro 2). Per effetto degli andamenti del circolante e dei depositi in conto corrente appena descritti, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 si è ridotto al 9,9 per cento in marzo, dal 10,4 del mese precedente.

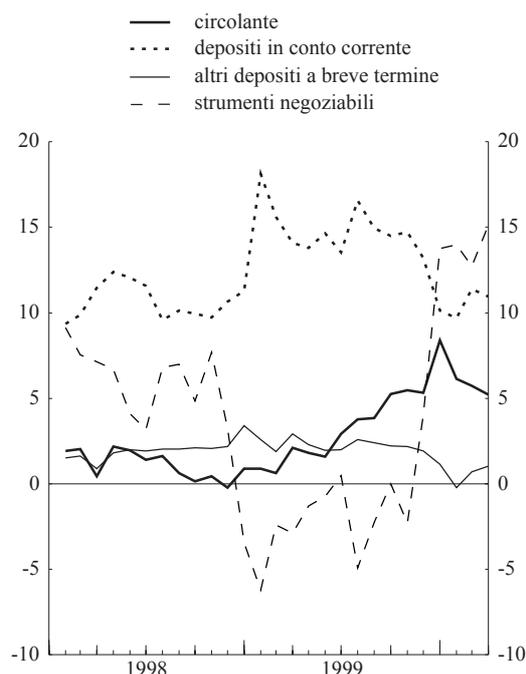
Per quanto riguarda i depositi a breve termine diversi da quelli in conto corrente, il loro tasso di crescita sui dodici mesi è salito leggermente in

marzo, portandosi all'1,0 per cento dallo 0,7 del mese precedente. Ciò ha riflesso andamenti divergenti delle sue componenti. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi con durata prestabilita fino a due anni è tornato su valori positivi in marzo (all'1,1 per cento, da -0,5 del mese precedente); presumibilmente ciò è dovuto al graduale incremento dei tassi d'interesse al dettaglio a breve termine nell'area dell'euro e al conseguente

### Figura 3

#### Componenti di M3

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

appiattimento della curva dei rendimenti nel primo trimestre dell'anno (cfr. figure 5 e 6). Allo stesso tempo ha continuato a ridursi il tasso di crescita dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (dall'1,6 per cento di febbraio all'1,0 di marzo). È pertanto proseguita la tendenza al rallentamento della domanda di questi strumenti, iniziata negli ultimi mesi del 1999, presumibilmente a seguito dell'incremento dei tassi d'interesse di mercato a breve termine rispetto a quelli al dettaglio offerti su questi depositi, che aveva reso questi ultimi meno attraenti in termini di rendimento. Per effetto della flessione del tasso di crescita di M1 e dell'incremento di quello dei depositi a breve termine diversi dai depositi in conto corrente, la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario intermedio M2 si è mantenuta stabile in marzo, al 5,1 per cento.

Infine, il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili compresi in M3 ha subito un forte incremento in marzo, portandosi al 15,1 per cento dal 12,7 del mese precedente. Ciò ha riflesso principalmente il minore tasso di decremento dei pronti contro termine (5,4 per cento in marzo, a fronte del 12,9 di febbraio). Allo stesso tempo il ritmo di crescita delle obbligazioni con scadenza originaria fino a due anni è rimasto molto sostenuto (34,8 per cento, rispetto al 36,8 di febbraio); anche quello delle quote dei fondi comuni monetari e dei titoli del mercato monetario è rimasto elevato, leggermente al di sopra del 22 per cento. Nel complesso è

probabile che il rapido ritmo di espansione degli strumenti negoziabili rifletta l'effetto congiunto dell'incremento dei tassi d'interesse a breve termine, dell'appiattimento della curva dei rendimenti e della marcata volatilità dei mercati azionari dell'area dell'euro nel primo trimestre 2000. Tali dati dovrebbero, tuttavia, essere interpretati con una certa cautela dal momento che, secondo le informazioni disponibili, una notevole percentuale di titoli del mercato monetario emessi dalle IFM nel 1999 e nel 2000 è stata acquistata da non residenti e, pertanto, non dovrebbe essere compresa in M3.

### Si rafforza la crescita del credito al settore privato

Per quanto riguarda le contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM si è ridotto dal 7,3 per cento di febbraio al 6,8 in marzo. Considerando le componenti di questa voce, il tasso di crescita si è ridotto sia per i depositi con durata prestabilita di oltre due anni (al 4,4 per cento, dal 5,1 del mese precedente) sia per le obbligazioni con scadenza originaria superiore a due anni (dal 6,0 al 5,4 per cento). Tali andamenti possono essere collegati alla diminuzione, in marzo, del differenziale fra i tassi d'interesse di mercato a breve e a lungo termine. Come nei mesi precedenti, i depositi rimborsabili con un preavviso superiore a tre mesi hanno continuato a ridursi, anche se a un ritmo più contenuto (6,0 per cento, rispetto al

## Tavola 2

### M3 e principali contropartite

(miliardi di euro)

	consistenze di fine mese	flussi sui 12 mesi					
		2000 mar.	1999 ott.	1999 nov.	1999 dic.	2000 gen.	2000 feb.
1 Credito al settore privato	6.342,4	576,1	601,1	580,7	535,0	588,6	622,3
2 Credito alle Amm. pubbliche	2.040,4	30,8	39,3	35,9	30,2	18,9	-26,3
3 Attività nette sull'estero	181,0	-208,7	-202,6	-172,6	-183,5	-122,9	-187,8
4 Passività finanz. a più lungo termine	3.635,5	223,7	236,1	257,5	240,2	245,4	229,2
5 Altre contropartite (passività nette)	86,5	-72,1	-64,5	-90,1	-97,6	-37,0	-113,6
M3 (=1+2+3-4-5)	4.841,8	246,5	266,2	276,7	239,0	276,2	292,6

Fonte: BCE.

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

7,3 di febbraio). Il tasso di incremento del capitale e delle riserve è sceso al 14,6 per cento dal 15,1 del mese precedente.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi delle Amministrazioni centrali si è ridotto in marzo allo 0,4 per cento, dal 3,3 registrato in febbraio.

Dal lato dell'attivo del bilancio consolidato delle IFM, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito totale ai residenti nell'area dell'euro è sceso al 7,7 in marzo, dal 7,9 di febbraio. La leggera flessione è attribuibile a una significativa contrazione del credito a favore delle Amministrazioni pubbliche (-1,3 per cento, contro un incremento dello 0,9 in febbraio); per contro, l'espansione del credito al settore privato è aumentata ulteriormente, al 10,9 per cento dal 10,4 del mese precedente.

La flessione del tasso di incremento del credito a favore delle Amministrazioni pubbliche riflette il minore tasso di variazione dei titoli diversi dalle azioni (-1,6 per cento, dal 2,7 di febbraio), mentre il ritmo di contrazione dei prestiti a favore delle Amministrazioni pubbliche è lievemente diminuito (-0,8, da -1,6 in febbraio).

L'espansione del credito a favore del settore privato ha interessato tutte le sue componenti. Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è salito al 9,7 per cento (dal 9,4 di febbraio). In marzo, il tasso di crescita sui tre mesi, destagionalizzato e annualizzato, ha raggiunto il 12,8 per cento, mentre quello sui sei mesi è stato del 10,1 per cento. Questa forte crescita si è verificata, nel primo trimestre del 2000, nonostante che i tassi d'interesse attivi praticati dalle banche abbiano mostrato una tendenza crescente negli ultimi mesi. Il positivo clima di fiducia dei consumatori e delle imprese ha probabilmente contribuito a sostenere la domanda di credito del settore privato. Inoltre, l'attesa di un rialzo dei tassi d'interesse a breve termine nell'area dell'euro può aver incoraggiato le famiglie e le imprese ad anticipare il loro indebitamento. Alla base di tale evoluzione vi sono anche altri fattori, quali l'intensa attività di fusioni e acquisizioni nell'area dell'euro e l'incremento dei prezzi degli immobili in alcuni paesi dell'area. È stato sostenuto, in marzo, anche l'incremento sui dodici mesi delle consistenze di titoli emessi dal settore privato e

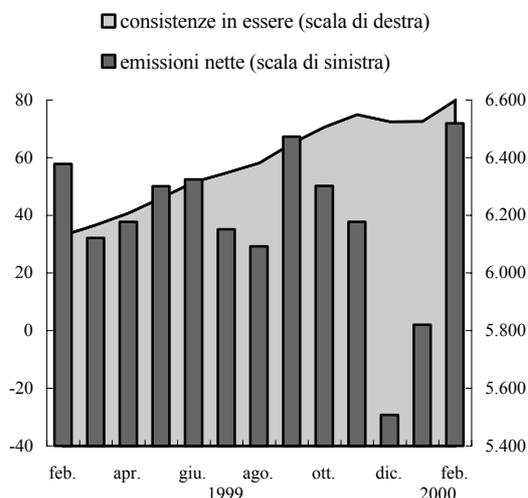
detenuti dalle IFM. Le obbligazioni sono cresciute a un ritmo del 17,8 per cento, rispetto al 16,1 di febbraio; le azioni e gli altri titoli di capitale detenuti dalle IFM del 25,2 per cento, dal 22,6 del mese precedente.

In marzo la posizione netta sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro si è ridotta di 68 miliardi di euro in termini assoluti e non destagionalizzati. Nei dodici mesi terminanti nel marzo 2000, la contrazione è stata pari a 188 miliardi di euro.

Complessivamente, nei dodici mesi terminanti a marzo il credito a favore del settore privato è salito di 622 miliardi di euro, mentre quello a favore del settore pubblico si è ridotto di 26 miliardi. L'aumento totale del credito nell'attivo del bilancio delle IFM, tuttavia, non ha comportato aumenti di pari importo delle passività, data la contrazione di 188 miliardi di euro della posizione netta sull'estero. Dal lato delle passività, la variazione di M3 è stata pari a 293 miliardi di euro, mentre le passività a più lungo termine delle IFM sono aumentate di 229 miliardi. Per quanto riguarda la voce che comprende le altre contropartite del bilancio delle IFM, si è registrata una riduzione delle passività nette per 114 miliardi di euro.

### **Elevato il volume delle emissioni di titoli in febbraio**

In febbraio il totale delle emissioni lorde di titoli da parte dei residenti nell'area dell'euro è stato pari a 377,9 miliardi di euro, a fronte di 308,0 miliardi nel febbraio 1999 e di una media mensile di 311,3 miliardi nei dodici mesi precedenti. Quasi il 67 per cento delle emissioni dello scorso febbraio avevano scadenza a breve termine, una quota più ampia di quella media (62 per cento) registrata nei precedenti dodici mesi. I rimborsi di titoli emessi da residenti dell'area sono stati pari, in febbraio, a 306,0 miliardi di euro. Pertanto, le emissioni nette hanno raggiunto 71,9 miliardi (cfr. figura 4), il più elevato volume mensile registrato dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Di conseguenza, le consistenze in essere dei titoli emessi da residenti nell'area dell'euro hanno ripreso l'andamento crescente che è stato osservato per tutto il 1999, con la sola eccezione dei

**Figura 4****Titoli emessi da residenti nell'area dell'euro***(miliardi di euro)*

Fonte: BCE.

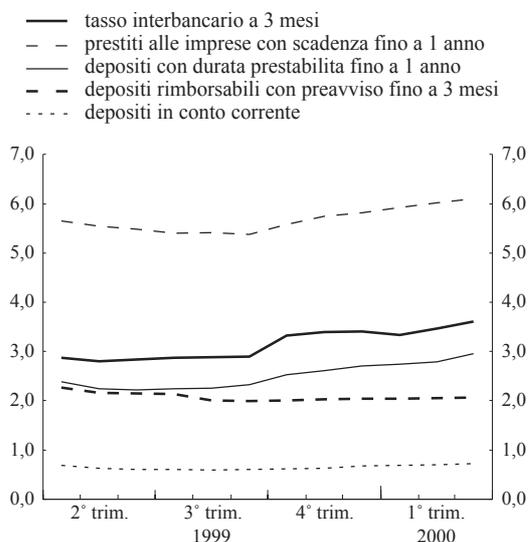
Nota: le emissioni nette differiscono dalle variazioni delle consistenze in essere per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti.

mesi a cavallo del cambio di data per il passaggio al nuovo millennio. Di conseguenza, alla fine dello scorso febbraio tali obbligazioni ammontavano a 6.599,0 miliardi di euro, rispetto ai 6.129,9 miliardi di un anno prima, con un aumento pari al 7,6 per cento.

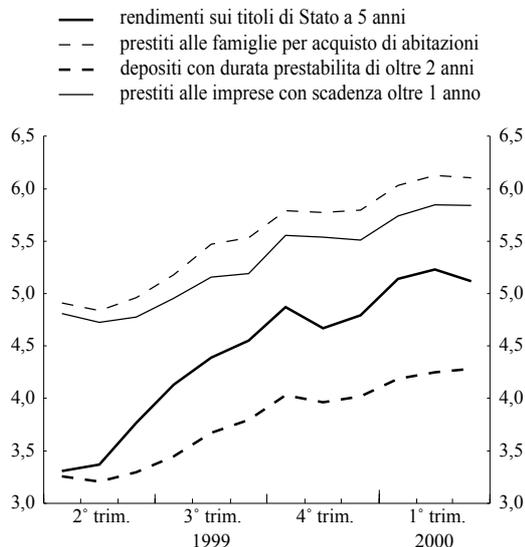
La scomposizione per settore emittente rivela che in febbraio è proseguita a ritmo sostenuto l'attività di emissione da parte delle IFM, che hanno concorso per il 59 per cento al totale delle emissioni lorde di titoli denominati in euro effettuate da residenti nell'area in quel mese, a fronte di una media mensile del 52 per cento nei precedenti dodici mesi. L'attività di emissione di questo settore ha registrato un incremento costante a partire dallo scorso agosto, il che potrebbe riflettere un crescente ricorso da parte delle IFM a fonti di finanziamento di mercato a fronte del persistere di una forte domanda di credito. La quota delle Amministrazioni centrali è stata invece inferiore a quella media dei dodici mesi precedenti. Di conseguenza, distinguendo per settore emittente le consistenze in essere dei titoli, nei dodici mesi tra febbraio 1999 e febbraio 2000 queste sono aumentate del 10,1 per cento per le IFM, del 3,5 per cento per le Amministrazioni centrali e del 40,6 per cento per le imprese finanziarie non monetarie.

**I tassi di interesse bancari al dettaglio hanno continuato a salire in marzo**

I tassi di interesse bancari al dettaglio nell'area dell'euro sono ulteriormente cresciuti in marzo, sulla scia dell'aumento dei rendimenti del mercato monetario connesso con i rialzi dei tassi di interesse della BCE del 3 febbraio e del 16 marzo. Tuttavia, in febbraio e marzo gli incrementi dei tassi bancari al dettaglio a breve termine sono risultati in media inferiori a quelli registrati nello stesso periodo dai tassi del mercato monetario, per effetto dei normali ritardi con cui i tassi bancari si adeguano ai rendimenti di mercato comparabili (cfr. figura 5). Il tasso medio sui depositi con durata prestabilita fino a un anno ha registrato un incremento di 17 punti base, collocandosi al 3,0 per cento, mentre i tassi medi sui depositi in conto corrente e sui depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, che sono generalmente meno sensibili alle variazioni dei tassi del mercato monetario, sono aumentati solo di 1 o 2 punti base, portandosi rispettivamente allo 0,7 e al 2,1 per cento. Il tasso di interesse medio sui prestiti alle imprese con durata fino a un anno ha registrato un incremento di 9 punti base, raggiungendo il 6,1 per cento in marzo e portando l'incremento cumulativo di tale tasso a oltre 70 punti base rispetto al livello medio del settembre

**Figura 5****Tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine e tasso di mercato comparabile***(valori percentuali in ragione d'anno; medie mensili)*

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

**Figura 6****Tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine e tasso di mercato comparabile***(valori percentuali in ragione d'anno; medie mensili)**Fonti: dati nazionali, aggregati a cura della BCE, e Reuters.*

1999. Nel complesso, in marzo la maggior parte dei tassi di interesse bancari al dettaglio a breve termine si è mantenuta ben al di sopra dei livelli osservati dodici mesi prima, per effetto dei significativi rialzi registrati dopo l'estate del 1999.

Per le scadenze più lunghe, il livello medio dei tassi di interesse bancari al dettaglio è variato solo marginalmente in marzo, riflettendo la riduzione dei tassi a lungo termine nel mercato dei capitali registrata in febbraio e in marzo di quest'anno. Si è potuto osservare un certo contrasto tra l'andamento dei

tassi di interesse sui depositi, che in marzo hanno continuato a crescere leggermente, e quello dei tassi sui prestiti a più lungo termine, che invece hanno subito una piccola flessione (cfr. figura 6). Il tasso di interesse medio sui depositi con durata prestabilita superiore a due anni è aumentato in marzo di 3 punti base, collocandosi al 4,3 per cento, mentre quello sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso di 3 punti base, al 6,1 per cento. Inoltre, il tasso medio sui prestiti alle imprese si è ridotto leggermente, al 5,8 per cento. Nel complesso, tuttavia, tutti i tassi di interesse bancari al dettaglio a lungo termine hanno registrato un aumento considerevole a partire dal maggio 1999, e nel marzo del 2000 si collocavano su livelli nettamente superiori a quelli osservati un anno prima.

**Ulteriore rialzo dei tassi di interesse del mercato monetario in aprile**

In aprile e all'inizio di maggio è proseguita la tendenza al rialzo dei tassi di interesse del mercato monetario. Nelle prime settimane di aprile il tasso di interesse overnight, misurato dall'EONIA, ha oscillato per lo più tra il 3,6 e il 3,7 per cento, mantenendosi al di sopra del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, allora pari a 3,5 per cento. Questa dinamica rifletteva presumibilmente il fatto che gli istituti bancari preferivano adempiere all'obbligo di riserva prima del lungo week-end pasquale, che cadeva alla fine del periodo di mantenimento delle riserve compreso tra il 24 marzo e il 23 aprile (cfr. riquadro 1). Hanno inoltre influito

**Riquadro 1****Operazioni di politica monetaria e condizioni di liquidità nel periodo di mantenimento delle riserve terminato il 23 aprile****Importi aggiudicati nelle operazioni di politica monetaria**

Nel corso del quarto periodo di mantenimento delle riserve, compreso tra il 24 marzo e il 23 aprile 2000, l'Eurosistema ha condotto quattro operazioni di rifinanziamento principali e un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine. Le prime sono state tutte effettuate a un tasso di interesse fisso del 3,50 per cento. Gli importi aggiudicati hanno oscillato tra 48 e 89 miliardi di euro, mentre gli importi complessivi richiesti sono variati tra 2.869 e 4.290 miliardi di euro; l'importo medio delle richieste è stato pari a 3.615 miliardi, contro i 2.589 del precedente periodo di mantenimento. Il volume elevato delle richieste, specie nelle ultime due operazioni, è riconducibile a due fattori: in primo luogo il fatto che la conclusione del periodo di mantenimento sia coincisa con il lungo week-end pasquale e le istituzioni creditizie abbiano preferito adempiere all'obbligo di riserva anticipatamente

rispetto ai tempi consueti, prima della fine del periodo di mantenimento; in secondo luogo, le nuove aspettative sui tassi di interesse. Nelle operazioni di rifinanziamento principali le percentuali di riparto sono variate tra l'1,36 e il 2,94 per cento, rispetto ad un intervallo di variazione compreso tra il 2,04 e il 3,13 per cento nel precedente periodo di mantenimento.

Il 29 marzo l'Eurosistema ha condotto un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine mediante asta a tasso variabile, per un valore preannunciato di 20 miliardi di euro. In totale, 325 istituzioni hanno partecipato a questa operazione, presentando richieste per complessivi 75 miliardi di euro. Il tasso marginale e quello medio sono stati pari rispettivamente al 3,78 e al 3,80 per cento.

L'EONIA si è collocato su livelli superiori al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali per tutto il periodo di mantenimento, fatta eccezione per l'ultimo giorno; il 31 marzo ha raggiunto il 3,75 per cento per i consueti effetti di fine trimestre. Per tutto l'intervallo considerato le condizioni di liquidità sono state piuttosto distese; anche il normale deficit di liquidità dell'inizio del periodo di mantenimento è stato relativamente contenuto. Il perdurare di uno scarto di segno positivo tra l'EONIA e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è, quindi, riconducibile soprattutto alla menzionata anticipazione dell'adempimento dell'obbligo di riserva da parte di talune controparti in vista del lungo week-end pasquale al termine del periodo di mantenimento, nonché alle nuove aspettative di rialzo dei tassi di interesse. L'ultimo giorno del periodo di mantenimento l'EONIA è sceso al 3,35 per cento per le condizioni di liquidità distese prevalenti dopo l'ultima asta, intesa proprio a garantire una conclusione senza tensioni del periodo di mantenimento.

### Determinazione della posizione di liquidità del sistema bancario

(miliardi di euro)

Medie giornaliere durante il periodo di mantenimento della riserva compreso tra il 24 marzo e il 23 aprile 2000

	<i>Creazione di liquidità</i>	<i>Assorbimento di liquidità</i>	<i>Contributo netto</i>
<b>(a) Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema</b>	<b>197,9</b>	<b>0,9</b>	<b>+197,0</b>
Operazioni di rifinanziamento principali	136,7	-	+136,7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	61,0	-	+61,0
Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	0,2	0,9	-0,7
Altre operazioni	0,0	0,0	0,0
<b>(b) Altri fattori che agiscono sulla liquidità del sistema bancario</b>	<b>377,1</b>	<b>464,4</b>	<b>-87,3</b>
Circolante	-	349,7	-349,7
Conti delle Amm. pubbliche presso l'Eurosistema	-	45,6	-45,6
Posizione netta verso l'estero (incluso l'oro)	377,1	-	+377,1
Altri fattori (netto)	-	69,1	-69,1
<b>(c) Conti correnti detenuti dagli istituti di credito presso l'Eurosistema (a) + (b)</b>			<b>109,7</b>
<b>(d) Riserva obbligatoria</b>			<b>108,7</b>

Fonte: BCE.

Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

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

Il ricorso medio alle operazioni di rifinanziamento marginale è rimasto invariato rispetto al precedente periodo di mantenimento, a 0,2 miliardi di euro, mentre il ricorso medio alle operazioni di deposito presso la banca centrale è aumentato da 0,3 a 0,9 miliardi di euro. Al termine del periodo di mantenimento il ricorso alle

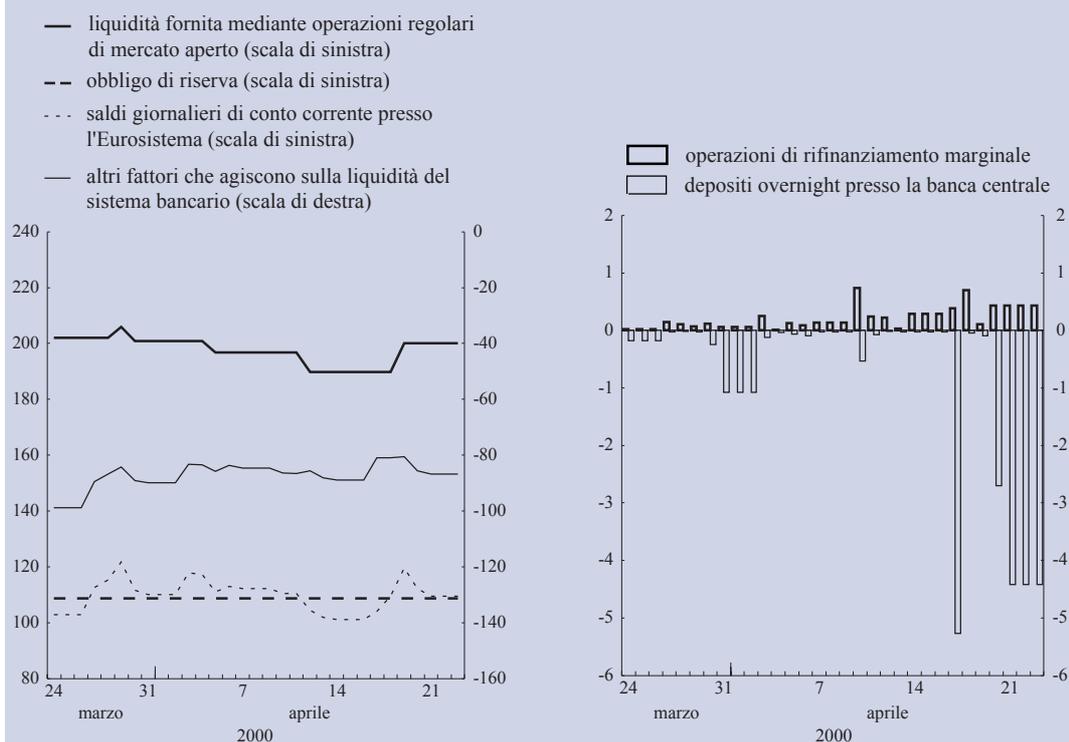
operazioni di rifinanziamento marginale è ammontato a 0,4 miliardi di euro. Il ricorso alle operazioni di deposito è stato di 2,7 miliardi il 20 aprile, l'ultimo giorno di operatività di TARGET nel periodo di mantenimento in esame, ed è salito a 4,4 miliardi nei giorni dal 21 al 23 aprile. In una parte dell'area dell'euro il Venerdì Santo, caduto il 21 aprile, è stato un giorno feriale; alcune banche centrali nazionali hanno quindi tenuto aperti i sistemi di regolamento lordo in tempo reale (RTGS), consentendo l'accesso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti anche in quella giornata.

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

L'impatto netto di assorbimento dei fattori autonomi (cioè non connessi alla politica monetaria) sulla liquidità del sistema bancario (voce (b) della tavola) è stato in media pari a 87,3 miliardi di euro, 6,3 miliardi in meno rispetto al precedente periodo di mantenimento; ciò ha riflesso principalmente la diminuzione dei depositi delle Amministrazioni pubbliche e il miglioramento della posizione netta verso l'estero. Il totale dei fattori autonomi ha oscillato tra 80,4 e 98,9 miliardi di euro.

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

(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

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

L'ammontare medio delle riserve detenute sui conti correnti è stato pari a 109,7 miliardi di euro, a fronte di un obbligo di riserva di 108,7 miliardi. La differenza tra i due importi è quindi risultata pari a 1,0 miliardi. Di questi, circa 0,2 miliardi sono riconducibili ai saldi detenuti da controparti non soggette all'obbligo di riserva, mentre 0,8 miliardi sono imputabili a riserve in eccesso. Quest'ultimo importo risulta superiore alla norma a causa del lungo week-end pasquale in corrispondenza della fine del periodo di mantenimento.

alcune aspettative del mercato circa un aumento dei tassi di interesse della BCE nel corso del periodo in oggetto. Simili aspettative sono riemerse all'inizio del nuovo periodo di mantenimento, quando l'EONIA si è collocato oltre il 3,8 per cento, segnalando in questo modo che i mercati si attendevano la decisione del Consiglio direttivo della BCE di aumentare il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, il 27 aprile. Dopo l'annuncio di tale decisione, l'EONIA ha oscillato per lo più tra il 3,9 e il 4 per cento.

Tra la fine di marzo e il 10 maggio si è verificato uno spostamento verso l'alto della curva dei rendimenti del mercato monetario su tutte le scadenze (cfr. figura 7). I tassi EURIBOR a un mese e a tre mesi sono saliti entrambi di circa 20 punti base tra la fine di marzo e la riunione del Consiglio direttivo del 27 aprile, anticipando l'aumento dei tassi di interesse della BCE. Al momento dell'annuncio della decisione sui tassi di interesse i mercati finanziari avevano pienamente incorporato le aspettative di un aumento di 25 punti base, come evidenzia il fatto che i tassi del mercato monetario si siano mantenuti pressoché invariati subito dopo l'annuncio del rialzo. Tuttavia, nei giorni seguenti si è registrato un ulteriore

aumento dei tassi EURIBOR a un mese e a tre mesi. Tra il 27 aprile e il 10 maggio entrambi sono saliti di circa 25 punti base. Il 10 maggio essi si collocavano rispettivamente al 4,13 e al 4,30 per cento, ovvero 44 e 47 punti base al di sopra dei livelli della fine di marzo.

I tassi EURIBOR impliciti nei contratti future con consegna nella seconda metà del 2000 hanno avuto un andamento analogo, da cui si evince che in aprile e all'inizio di maggio si sono rafforzate le aspettative di un ulteriore rialzo dei tassi di interesse della BCE nella seconda parte dell'anno. Il 10 maggio i tassi EURIBOR a sei e a dodici mesi si collocavano al 4,45 e al 4,73 per cento, rispettivamente 45 e 43 punti base al di sopra dei livelli della fine di marzo.

Per l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema con regolamento il 27 aprile, il tasso di aggiudicazione marginale e quello medio sono stati rispettivamente del 4,00 e del 4,01 per cento, pochi punti base al di sotto del livello del tasso EURIBOR a tre mesi il giorno dell'operazione.

### In aumento, in aprile, i rendimenti obbligazionari a lungo termine

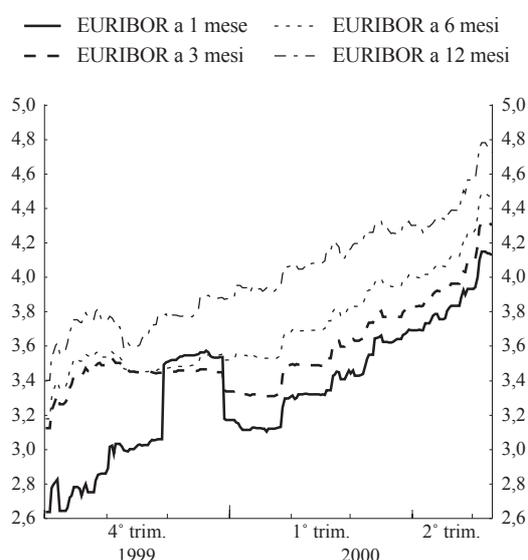
Dopo la considerevole diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine tra la metà di febbraio e la fine di marzo, all'inizio di aprile i rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro hanno subito un'inversione di tendenza (cfr. figura 8). Tra la fine di marzo e il 10 maggio il livello medio dei rendimenti dei titoli a 10 anni dell'area è salito di circa 15 punti base, collocandosi al 5,55 per cento. In una certa misura questo andamento appare riconducibile al significativo incremento dei rendimenti obbligazionari statunitensi nel periodo in oggetto, sebbene vi abbiano contribuito anche fattori interni. Poiché negli Stati Uniti l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato è risultato superiore a quello dell'area dell'euro, il differenziale di rendimento sui titoli a 10 anni si è ampliato di circa 25 punti base tra la fine di marzo e il 10 maggio, portandosi a quasi 110 punti base.

Per quanto concerne l'influsso degli andamenti dei mercati obbligazionari internazionali su quelli

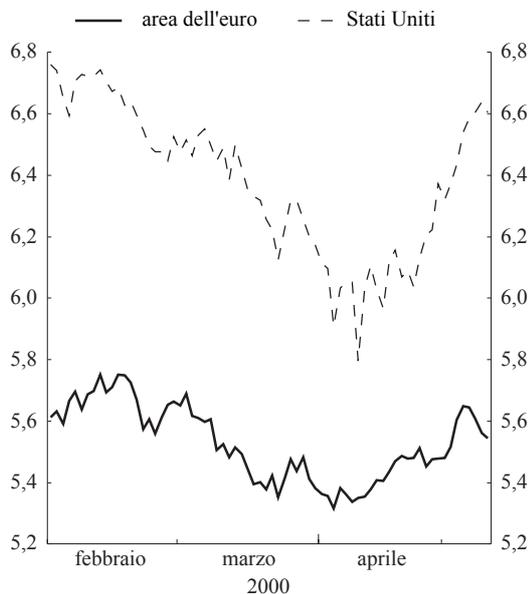
**Figura 7**

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

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



Fonte: Reuters.

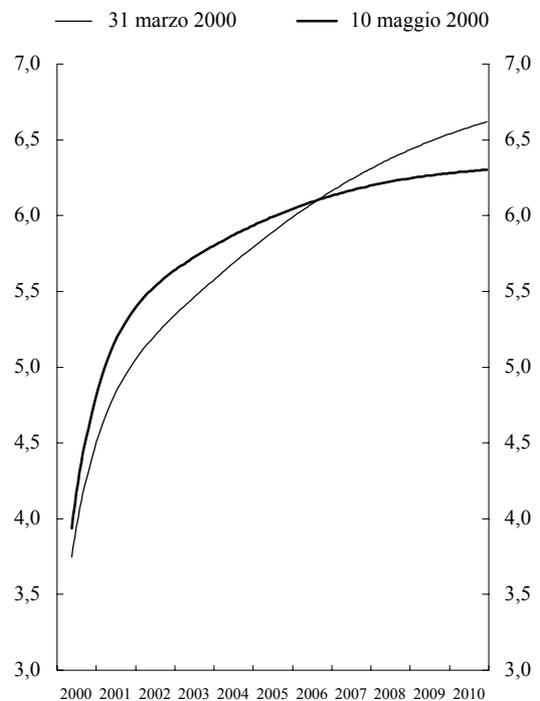
**Figura 8****Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti***(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)*

Fonte: Reuters.

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

interni, tra la fine di marzo e il 10 maggio i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni degli Stati Uniti sono aumentati di oltre 40 punti base, in condizioni di relativa volatilità dei mercati, collocandosi al 6,6 per cento. Questa evoluzione ha fatto seguito a un periodo caratterizzato dalla brusca diminuzione dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti tra la fine di gennaio e l'inizio di aprile, quando i rendimenti dei titoli a 10 anni erano scesi di circa 100 punti base, in particolare a seguito dell'intenzione del Tesoro statunitense di procedere a riacquisti di titoli pubblici prima della scadenza. L'inversione di questa tendenza al ribasso dei rendimenti obbligazionari sembra connessa principalmente alle crescenti preoccupazioni riguardo ai rischi di inflazione negli Stati Uniti, in un contesto caratterizzato dal persistente vigore dell'attività economica e da condizioni sempre più tese sul mercato del lavoro. In Giappone, malgrado ulteriori indicazioni di una ripresa in atto dell'economia giapponese, i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni sono scesi di circa 5 punti base tra la fine di marzo e il 10 maggio, portandosi a un livello appena superiore all'1,7 per cento.

Oltre alle ripercussioni dell'evoluzione dei mercati obbligazionari statunitensi, anche altri fattori sembrano aver contribuito a determinare l'andamento dei rendimenti obbligazionari dell'area dell'euro in aprile e agli inizi di maggio. In particolare, sembrano essere in qualche misura aumentate le preoccupazioni degli operatori circa la possibilità di pressioni inflazionistiche nel medio termine nell'area dell'euro. A questo recente mutamento delle aspettative potrebbero avere concorso i dati relativi alla crescita di M3, superiori alle attese nel mese di marzo, nonché un possibile aumento delle aspettative inflazionistiche a seguito del recente significativo deprezzamento del tasso di cambio dell'euro. Malgrado l'aumento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, la curva dei tassi a termine dell'area dell'euro si è considerevolmente appiattita nel corso di aprile e all'inizio di maggio (cfr. figura 9). Ciò è dovuto al

**Figura 9****Tassi di interesse overnight a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi swap***(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)*

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

rialzo dei tassi di interesse a breve termine in seguito alla decisione del Consiglio direttivo del 27 aprile di innalzare i tassi di interesse della BCE.

Tra la fine di marzo e il 10 maggio, nel mercato dei titoli francesi indicizzati il rendimento in termini reali a 10 anni è rimasto pressoché invariato, mentre il tasso di inflazione “di pareggio”, definito come il differenziale fra il rendimento sui titoli non indicizzati a 10 anni e quello sui corrispondenti titoli a indicizzazione reale, è salito di circa 10 punti base. Sulla base di questo indicatore il recente aumento dei rendimenti nominali sui titoli dell'area dell'euro sembra connesso principalmente all'accentuarsi delle aspettative di inflazione nel lungo periodo, piuttosto che all'aumento dei tassi di interesse reali. Tuttavia, come ricordato in precedenti numeri di questo Bollettino, qualsiasi inferenza riguardo alle aspettative di inflazione basata sull'andamento dei rendimenti dei titoli francesi indicizzati richiede un certo grado di cautela, per i limiti insiti in questo tipo di indicatori.

### Elevata volatilità del mercato azionario in aprile

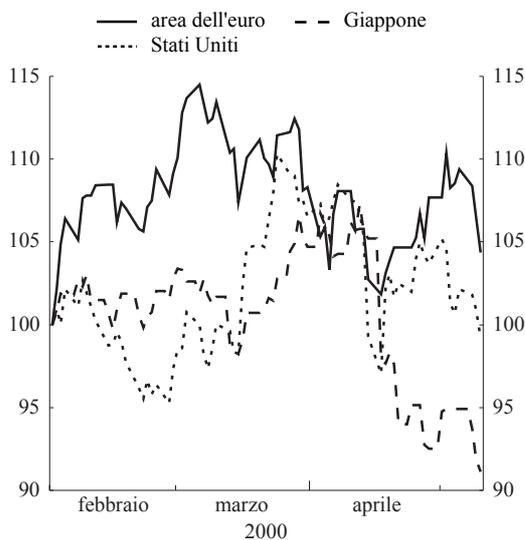
In aprile e all'inizio di maggio i corsi azionari, sia nell'area dell'euro sia al di fuori di essa, sono stati soggetti a un'accentuata volatilità, che sembra essersi propagata dal settore tecnologico agli altri comparti del mercato azionario. Nel complesso, i corsi azionari dell'area dell'euro, misurati dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, hanno subito un calo prossimo al 4 per cento tra la fine di marzo e il 10 maggio, portandosi su un livello superiore di circa il 2 per cento rispetto a quello della fine del 1999. Nello stesso periodo, sia negli Stati Uniti che in Giappone vi è stata una marcata riduzione dei corsi azionari (cfr. figura 10).

Per quanto riguarda innanzi tutto i mercati azionari internazionali, tra la fine di marzo e il 10 maggio negli Stati Uniti l'indice Standard and Poor's 500 è arretrato di circa l'8 per cento, compensando il modesto rialzo del primo trimestre del 2000 e portandosi a un livello inferiore di circa il 6 per cento rispetto a quello di fine 1999. La forte volatilità dei mercati azionari, che fino all'inizio di aprile si era concentrata

### Figura 10

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

(1° febbraio 2000 = 100; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

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

principalmente nel settore tecnologico, si è diffusa agli altri settori del mercato azionario, dando luogo a cadute talvolta brusche e di solito relativamente generalizzate dei corsi. In particolare, tra la fine di marzo e il 10 maggio negli Stati Uniti sia gli indici molto ampi sia quelli specializzati in *small cap* (azioni di società con modesta capitalizzazione) hanno subito un calo considerevole, spia di pressioni al ribasso su un ampio ventaglio di società, comprese quelle di minori dimensioni. Durante il periodo in esame la volatilità dei mercati azionari ha raggiunto livelli particolarmente elevati nel caso degli indici del Nasdaq, che contengono un'alta percentuale di titoli “tecnologici” (cfr. riquadro 2). In particolare, tra la fine di marzo e il 10 maggio l'indice Nasdaq Composite è sceso del 26 per cento, collocandosi circa il 17 per cento al di sotto dei livelli della fine del 1999. Nella seconda metà di aprile la tendenza al ribasso dei corsi azionari è stata rafforzata dalla diffusione dei dati relativi agli incrementi dei prezzi al consumo e del costo del lavoro negli Stati Uniti, risultati superiori alle attese.

In Giappone, tra la fine di marzo e il 10 maggio il calo dei corsi azionari, misurato dall'indice Nikkei

## Riquadro 2

### Il recente andamento della volatilità degli indici dei corsi azionari

Le quotazioni dei titoli azionari possono fornire utili informazioni per l'analisi degli andamenti economici, nell'ambito del secondo pilastro della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema. Per esempio, le variazioni del prezzo delle azioni possono influenzare la ricchezza e l'atteggiamento degli operatori economici e, attraverso questi canali, le decisioni di spesa interne. Inoltre, le variazioni dei corsi azionari sono indicative dei mutamenti delle aspettative del settore privato riguardo alle prospettive economiche. Nelle ultime settimane, le variazioni dei corsi azionari sono state caratterizzate da un grado di volatilità relativamente elevato che, sebbene concentrato soprattutto nel settore tecnologico, sembra in certi momenti avere influenzato in maniera più diffusa le quotazioni azionarie.

#### Negli ultimi anni, la volatilità osservata è stata elevata nel settore tecnologico

Prima di considerare l'andamento più recente, va ricordato che, negli ultimi anni, la volatilità media dei corsi delle azioni tecnologiche è stata costantemente maggiore di quella relativa al mercato azionario in generale. Tra la fine del 1991 e il 10 maggio, la volatilità osservata dei titoli del settore tecnologico statunitense è stata pari al 26 per cento annuo, rispetto al 14 per cento registrato per l'indice Dow Jones relativo all'intero mercato americano e alla mediana del 16 per cento registrata per i dieci principali settori economici definiti dal Dow Jones (cfr. la tavola seguente). Per l'area dell'euro, i corrispondenti valori erano pari al 24 per cento per il settore tecnologico, al 16 per cento per l'indice Dow Jones Euro Stoxx e al 17 per cento per la mediana. Questo andamento generale di elevata volatilità per i titoli tecnologici sembra riflettere la maggiore proporzione, in quel settore, di nuove imprese caratterizzate da prospettive economiche incerte, che si riflette in maggiori rischi di forti aumenti e riduzioni delle loro quotazioni.

#### Volatilità osservata degli indici azionari

(valori percentuali in ragione d'anno)

	Area euro			Stati Uniti		
	fine dic. 1991/ 10 mag. 2000	fine ott. 1999/ 10 mag. 2000	fine mar. 2000/ 10 mag. 2000	fine dic. 1991/ 10 mag. 2000	fine ott. 1999/ 10 mag. 2000	fine mar. 2000/ 10 mag. 2000
Materie prime	17,0	23,3	20,8	15,5	25,6	24,6
Beni di consumo ciclici	17,1	23,3	29,6	15,1	21,3	25,3
Beni di consumo non ciclici	15,8	18,6	15,3	14,7	20,2	21,0
Energetici	18,5	26,2	23,8	17,6	26,8	23,2
Finanziari	17,2	17,3	22,1	17,5	27,0	32,2
Sanità	19,3	28,6	26,7	18,4	26,0	22,2
Industriali	15,7	23,2	23,1	13,8	22,0	30,0
Alta tecnologia	24,1	46,3	64,0	26,2	37,1	60,3
Telecomunicazioni	26,1	47,1	59,9	17,0	24,7	31,3
Servizi pubblici	15,6	19,3	19,8	11,0	17,6	18,2
Indice ampio <sup>1)</sup>	15,8	22,0	27,2	13,7	19,9	28,3
Mediana <sup>2)</sup>	17,1	23,3	23,4	16,3	25,1	24,9

Fonti: Stoxx, indici Dow Jones ed elaborazioni BCE.

Nota: la volatilità osservata, in ragione d'anno, è calcolata come deviazione standard delle variazioni giornaliere del livello dell'indice, moltiplicata per la radice quadrata di 250 (il numero approssimativo di giorni lavorativi in un anno).

1) Per l'area dell'euro, indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti, indice Dow Jones ampio del mercato statunitense.

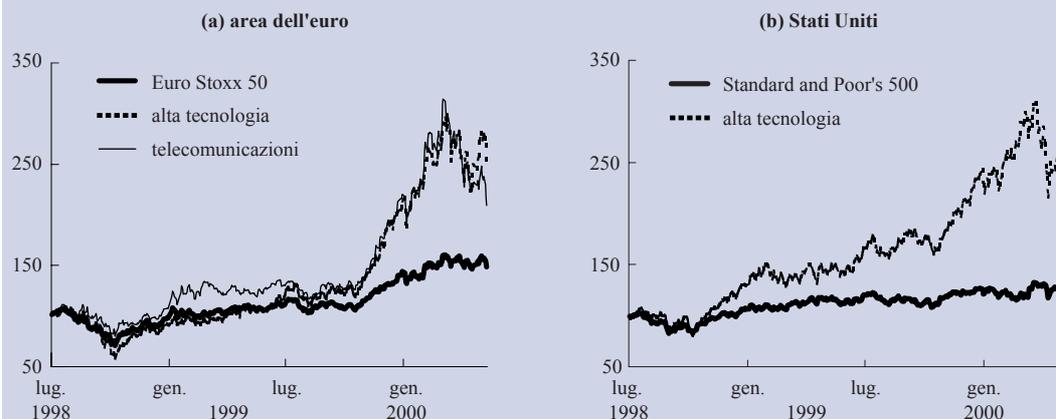
2) Mediana dei dieci settori.

### Nelle ultime settimane le quotazioni dei titoli tecnologici sono state soggette a oscillazioni particolarmente ampie

La tavola mostra anche che la volatilità dell'andamento del mercato azionario è stata eccezionalmente elevata nelle ultime settimane, molto più che nel lungo termine, e particolarmente pronunciata nel settore tecnologico. In aprile e all'inizio di maggio, tali oscillazioni sembravano riflettere una crescente incertezza da parte degli operatori del mercato riguardo alla capacità delle imprese del settore tecnologico di conseguire l'elevato livello di utili implicito nei prezzi dei loro titoli, a seguito dei considerevoli aumenti delle quotazioni del settore tecnologico nei mesi precedenti. Negli Stati Uniti, l'indice Nasdaq Composite, che comprende numerosi titoli tecnologici, è salito del 67 per cento tra la fine di ottobre 1999 e il livello record registrato il 27 marzo 2000, per calare poi del 32 per cento nel periodo fino al 10 maggio. Negli stessi intervalli temporali, il sotto-indice tecnologico dell'indice Dow Jones generale del mercato statunitense ha registrato un incremento del 76 per cento e un successivo calo del 30 per cento (cfr. la figura A (b) seguente). Nell'area dell'euro, gli indici azionari del settore tecnologico hanno seguito un andamento analogo a quello degli Stati Uniti. L'indice Dow Jones Euro Stoxx relativo ai titoli del settore tecnologico è aumentato di un ragguardevole 104 per cento tra la fine del mese di ottobre 1999 e il 27 marzo 2000, per poi calare del 10 per cento nel periodo fino al 10 maggio. L'indice Dow Jones Euro Stoxx relativo ai titoli del settore delle telecomunicazioni, che include imprese sostanzialmente impegnate nelle tecnologie delle telecomunicazioni, è salito del 101 per cento e successivamente diminuito del 25 per cento (cfr. la figura A (a) seguente).

### Figura A: Andamento recente degli indici azionari

(indice: fine giugno 1998 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters, Stoxx e Chicago Board Options Exchange.

Come si può vedere nella figura precedente, la volatilità dell'andamento degli indici generali dei corsi azionari è leggermente aumentata tra la fine di ottobre 1999 e il 10 maggio scorso, ma è stata considerevolmente inferiore a quella registrata per i titoli tecnologici. Se misurata sulla base della deviazione standard delle variazioni giornaliere dell'indice, la volatilità osservata dell'indice Standards and Poor's 500 è stata pari al 23 per cento annuo nel periodo compreso tra la fine di ottobre 1999 e il 10 maggio. Nello stesso periodo, la volatilità osservata dell'indice relativo al settore tecnologico statunitense è stata pari al 37 per cento annuo. Nell'area dell'euro, la volatilità osservata dell'indice Dow Jones Euro Stoxx è stata pari al 22 per cento annuo, notevolmente inferiore rispetto alla volatilità osservata dell'indice dei titoli tecnologici, che ha raggiunto il 46 per cento annuo (cfr. tavola a pag. 18).

### La volatilità implicita dei corsi azionari è recentemente aumentata, specialmente nel settore tecnologico

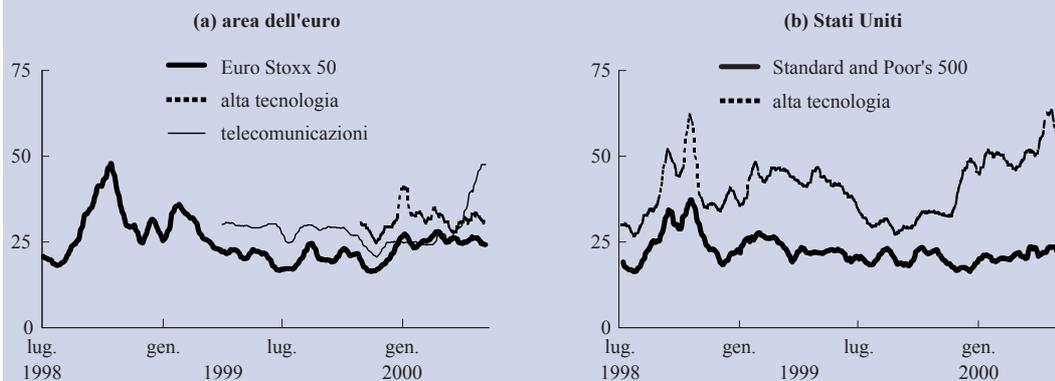
Al fine di stimare le aspettative degli operatori del mercato, anche la volatilità implicita degli indici dei corsi azionari può fornire informazioni interessanti. Misure della volatilità implicita estratte dai prezzi delle opzioni su

titoli azionari forniscono indicazioni sulle percezioni del mercato riguardo al grado di incertezza associato al futuro andamento dei corsi azionari (cfr. l'articolo incluso in questo numero del Bollettino intitolato *Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria*).

Negli ultimi mesi, la volatilità implicita è stata particolarmente elevata nel settore tecnologico statunitense. La volatilità implicita per l'indice tecnologico del Chicago Board Options Exchange ha registrato un incremento costante, dal 33 per cento annuo della fine di ottobre 1999 al 55 per cento del 10 maggio 2000, raggiungendo un livello prossimo ai record registrati durante il periodo di turbolenza sui mercati finanziari dell'autunno 1998 (cfr. figura B (b)). Nello stesso periodo, la volatilità implicita per l'indice Standards and Poor's 500 è cresciuta dal 22 al 24 per cento annuo. Per contro, e nonostante le ampie fluttuazioni registrate nelle ultime settimane, la volatilità implicita per l'indice tecnologico europeo Dow Jones Stoxx si è mantenuta sostanzialmente invariata tra la fine del mese di ottobre 1999 e il 10 maggio 2000, al 32 per cento annuo (cfr. figura B (a)). Tuttavia, la volatilità implicita per l'indice Dow Jones Stoxx relativo al settore delle telecomunicazioni è notevolmente salita, passando dal 28 per cento annuo della fine di ottobre 1999 al 50 per cento registrato il 10 maggio 2000, con la maggior parte dell'incremento nel corso del mese di aprile. Probabilmente riflettendo l'aumentata incertezza che può essere connessa all'aumento generale delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro, la volatilità implicita per l'indice Dow Jones Euro Stoxx è passata dal 22 per cento annuo della fine di ottobre 1999 al 26 per cento del 10 maggio 2000.

### Figura B: Andamento recente della volatilità implicita degli indici azionari

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



Fonti: Bloomberg, Reuters, Stoxx, Chicago Board Options Exchange ed elaborazioni della BCE.

Nota: per i settori dell'alta tecnologia e delle telecomunicazioni, in mancanza di opzioni sui sottoindici azionari composti da sole imprese dell'area, la volatilità implicita si riferisce a indici che includono anche imprese di paesi dell'Unione europea che non fanno parte dell'area dell'euro.

Nel complesso, gli incrementi della volatilità del mercato azionario notati negli ultimi mesi influenzano la valutazione sulle indicazioni che si possono trarre dall'andamento dei corsi azionari riguardo all'evoluzione futura dell'attività economica e dell'inflazione. In linea di principio, corsi azionari più elevati possono, se permanenti, condurre a effetti positivi in termini di ricchezza e livello di fiducia, che a loro volta possono avere un impatto favorevole sulla spesa aggregata. Tuttavia, in presenza di elevata incertezza riguardo ai futuri andamenti dei corsi, come riflessa nella volatilità dei corsi stessi, è ragionevole ipotizzare che gli investitori si attendano che, in media, gli utili possano anche essere seguiti da perdite, e che pertanto essi non baseranno le loro decisioni di spesa sugli effetti di ricchezza derivanti dall'andamento delle quotazioni azionarie nella stessa misura in cui lo farebbero in periodi di limitata volatilità dei corsi. Analogamente, anche altri effetti derivanti da quotazioni azionarie più elevate, come il calo del costo del capitale di rischio per le imprese, avranno un impatto minore nel caso in cui la variabilità sia elevata, rispetto all'ipotesi in cui essa sia bassa.

225, è stato di circa il 13 per cento e ha compensato i precedenti rialzi, collocando l'indice a un livello inferiore del 6,5 per cento a quello di fine 1999. Malgrado la diffusione di alcuni dati indicanti un recente miglioramento del ritmo dell'attività economica e del clima economico complessivo, nel periodo in oggetto i corsi azionari giapponesi sono apparsi vulnerabili, nel breve periodo, agli effetti del brusco calo delle quotazioni azionarie negli Stati Uniti. In particolare, tra la fine di marzo e il 10 maggio la flessione dei corsi ha interessato il settore tecnologico e quello delle telecomunicazioni del mercato giapponese. Tuttavia l'indice Nikkei 225 sembra aver subito, in particolare alla fine di aprile, una distorsione verso il basso a causa di fattori tecnici, in vista del mutamento della composizione dell'indice stesso. Di conseguenza gli andamenti di questo indice nel corso del mese di aprile potrebbero non essere pienamente rappresentativi delle aspettative degli operatori.

A fronte di una marcata diminuzione delle quotazioni delle azioni negli Stati Uniti e in Giappone,

tra la fine di marzo e il 10 maggio nell'area dell'euro si è osservata una forte volatilità dei corsi azionari, che nel complesso sono calati di quasi il 4 per cento. Analogamente a quanto osservato negli Stati Uniti e in Giappone, anche nell'area dell'euro nella prima metà di aprile la volatilità dei corsi sembra essersi trasmessa dal settore tecnologico e delle telecomunicazioni agli altri settori del mercato azionario. Nella seconda parte del mese, in seguito alla diffusione di una serie di dati che hanno evidenziavano l'ulteriore rafforzamento dell'attività economica nell'area dell'euro, i corsi azionari dell'area hanno parzialmente recuperato terreno. Allo stesso tempo, la volatilità dei prezzi delle azioni dell'area dell'euro è rimasta elevata, in particolare nel settore tecnologico e in quello delle telecomunicazioni. Nel complesso, tra la fine di marzo e il 10 maggio l'unico considerevole contributo negativo alla variazione dei corsi azionari dell'area dell'euro è venuto dal settore delle telecomunicazioni, in cui le quotazioni sono calate fortemente, del 19 per cento.

## 2 I prezzi

### **L'inflazione al consumo è salita al 2,1 per cento in marzo, principalmente a causa dell'andamento dei prezzi dell'energia**

A marzo l'inflazione al consumo, misurata dall'incremento sui dodici mesi dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) dell'area dell'euro, ha registrato un ulteriore aumento, salendo al 2,1 per cento, a fronte del 2,0 per cento del mese precedente (cfr. tavola 3). L'aumento dell'inflazione misurata dallo IAPC complessivo ha risentito fortemente dell'alto tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici. Lo IAPC depurato della componente energetica e di quella alimentare stagionale ha invece registrato una crescita più contenuta, pari all'1,1 per cento, invariata rispetto a febbraio.

L'aumento dell'inflazione in marzo ha riflesso principalmente il maggiore incremento dei prezzi dei beni energetici, a loro volta influenzati dagli effetti del considerevole rincaro delle quotazioni internazionali del petrolio fino a metà marzo, nonché dal deprezzamento del tasso di cambio

dell'euro. L'incremento sui dodici mesi dei prezzi dell'intera componente energetica è salito al 15,3 per cento in marzo, con un aumento di 1,8 punti percentuali rispetto a febbraio (cfr. figura 11). Il movimento al rialzo si è concentrato soprattutto sui prezzi dei combustibili liquidi per le famiglie e dei carburanti per il trasporto, ma ha interessato anche i prezzi al consumo del gas. I prezzi dell'elettricità, invece, sono diminuiti dello 0,2 per cento rispetto al marzo 1999, per effetto delle pressioni al ribasso risultanti dalla deregolamentazione del settore in alcuni paesi dell'area dell'euro. In prospettiva, ci si attende che il tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi dell'energia registri un andamento significativamente più contenuto da marzo in poi, a mano a mano che nel calcolo di queste variazioni verranno meno gli effetti dei primi rincari. Inoltre, l'andamento più recente dei prezzi del petrolio, in particolare il calo del prezzo medio del petrolio, da 28,4 euro per barile in marzo a 24,5 in aprile, dovrebbe contribuire a spingere verso il basso il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici.

### Tavola 3

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	2000	1999	1999	2000	2000	2000	2000
				2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	nov.	dic.	gen.	feb.	mar.	apr.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>													
Indice complessivo	1,6	1,1	1,1	1,0	1,1	1,5	2,0	1,5	1,7	1,9	2,0	2,1	.
<i>di cui:</i>													
Beni	1,2	0,6	0,8	0,6	0,9	1,5	2,4	1,5	1,9	2,2	2,3	2,6	.
Alimentari	1,4	1,6	0,5	0,6	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,6	0,4	.
Alimentari trasformati	1,4	1,4	0,9	0,8	0,6	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	.
Alimentari non trasformati	1,4	1,9	0,0	0,3	-1,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	.
Beni industriali	1,0	0,1	1,0	0,6	1,4	2,1	3,4	2,0	2,6	3,2	3,3	3,8	.
Beni industriali non energetici	0,5	0,9	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,8	0,5	0,6	.
Beni energetici	2,8	-2,6	2,2	0,5	4,6	7,8	13,6	7,1	10,0	12,0	13,5	15,3	.
Servizi	2,4	2,0	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,5	1,6	1,7	1,6	1,6	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>													
Prezzi alla prod. dei beni industr. <sup>1)</sup>	1,1	-0,8	0,0	-1,3	0,7	3,2	5,7	3,1	4,1	5,1	5,8	6,2	.
Costo del lavoro per un. di prodotto <sup>2)</sup>	0,7	0,0	1,1	1,6	0,8	0,4	.	-	-	-	-	-	-
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>	1,7	1,4	0,8	0,5	1,1	1,7	.	-	-	-	-	-	-
Redditi per addetto <sup>2)</sup>	2,4	1,4	1,9	2,1	2,0	2,1	.	-	-	-	-	-	-
Costo tot. del lavoro per ora lavorata <sup>3)</sup>	2,5	1,7	2,1	1,9	2,2	2,2	.	-	-	-	-	-	-
Prezzo del petrolio (euro per barile) <sup>4)</sup>	17,1	12,0	17,1	15,0	19,7	23,0	27,1	23,5	24,8	24,9	27,6	28,4	24,5
Prezzi delle materie prime <sup>5)</sup>	12,9	-12,5	-3,1	-8,2	1,1	14,0	19,9	11,9	19,3	19,4	20,0	20,2	19,4

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

1) Sono escluse le costruzioni.

2) Intera economia.

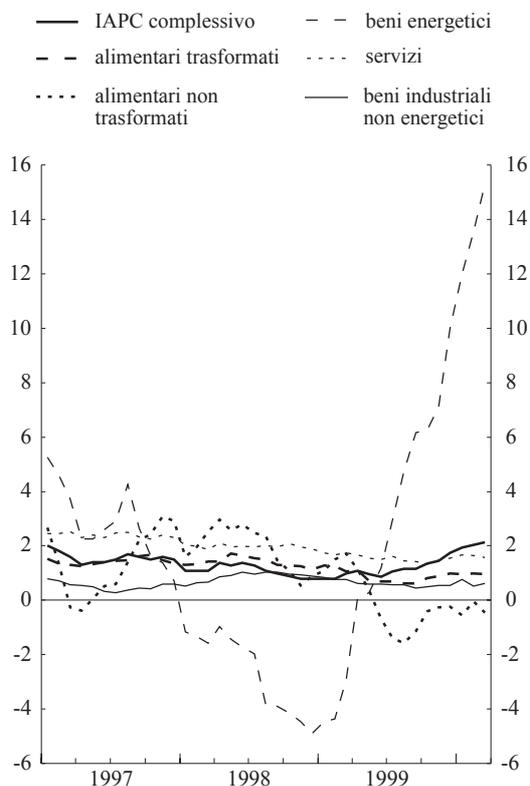
3) Intera economia (escluse agricoltura, pubblica Amministrazione, istruzione, sanità e altri servizi).

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

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

In contrasto con il significativo impulso all'inflazione derivante dalla recente dinamica dei prezzi dell'energia, i prezzi dei beni alimentari non trasformati sono scesi dello 0,5 per cento nel periodo di dodici mesi concluso a marzo. Questo andamento appare in qualche misura non in linea con la graduale tendenza al rialzo osservata per le variazioni sui dodici mesi di questi prezzi dalla metà del 1999. Il recente calo è riconducibile principalmente alle pressioni al ribasso sui prezzi dei prodotti ortofrutticoli, riconducibili a fattori stagionali che hanno indotto un aumento dell'offerta. D'altra parte i prezzi della carne – l'altra principale componente dei beni alimentari non trasformati – hanno continuato a risalire dal punto di minimo toccato nella prima metà del 1999.

Nel mese di marzo il tasso di variazione sui dodici mesi dello IAPC al netto della componente alimentare stagionale e di quella energetica si è collocato all'1,1 per cento, invariato rispetto a febbraio. Ciò ha riflesso un aumento dell'1,0 per cento dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati, il quarto mese consecutivo in cui la variazione sui dodici mesi si colloca su questo livello, e un incremento dello 0,6 per cento dei prezzi dei beni industriali non energetici (dallo 0,5 di febbraio). Considerati tali andamenti, allo stato attuale non esistono indicazioni che il rincaro dei prezzi alla produzione del settore industriale si sia trasmesso ai prezzi al consumo dei beni industriali non energetici compresi nello IAPC.

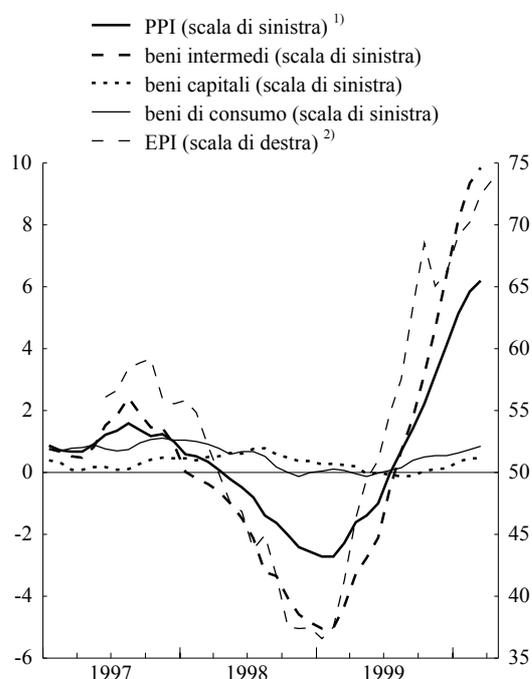
**Figura 1****Dinamica delle componenti dello IAPC nell'area dell'euro***(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)*

Fonte: Eurostat.

La stabilità del tasso di variazione dello IAPC depurato della componente energetica e di quella alimentare stagionale ha riflesso anche l'andamento dei prezzi dei servizi che, con un tasso di variazione sui dodici mesi pari all'1,6 per cento in marzo (invariato rispetto a febbraio), risulta in linea con l'aumento medio dei prezzi dei servizi osservato durante il 1999. Nel complesso, il fatto che a marzo le variazioni dello IAPC al netto della componente energetica e di quella alimentare stagionale continuino a essere relativamente contenute suggerisce un impatto ancora limitato dell'andamento dei prezzi del petrolio e del tasso di cambio sui prezzi al consumo diversi dai prezzi dell'energia. Tuttavia, è molto probabile che l'effetto di tali andamenti debba ancora manifestarsi pienamente sullo IAPC, mentre ulteriori pressioni al rialzo potrebbero derivare dal più recente deprezzamento del tasso di cambio dell'euro, se esso non viene invertito.

**Ulteriore aumento dei prezzi alla produzione in marzo, per effetto dell'andamento dei prezzi dei beni intermedi**

La variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione complessivi dell'area dell'euro ha registrato un ulteriore aumento, passando dal 5,8 per cento in febbraio al 6,2 per cento in marzo (cfr. tavola 3). Come nei mesi precedenti l'aumento ha riflesso principalmente il più forte incremento dei prezzi dei beni intermedi, a sua volta riconducibile all'effetto dei passati rincari del petrolio e delle materie prime non petrolifere sul costo degli input, nonché all'impatto del significativo deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. Per quanto concerne l'andamento delle altre componenti dell'indice dei prezzi alla produzione, nel mese di marzo l'incremento sui dodici mesi dei prezzi

**Figura 2****Prezzi alla produzione e prezzi degli input per l'industria manifatturiera nell'area dell'euro***(dati mensili)*

Fonti: Eurostat e Reuters.

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

dei beni di consumo è salito allo 0,8 per cento, mentre l'incremento dei prezzi dei beni di investimento è rimasto invariato allo 0,4 per cento (cfr. figura 12). Anche se il tasso di crescita dei prezzi dei beni di consumo e quello dei beni di investimento ha mantenuto un andamento abbastanza moderato in marzo, dalla prima metà del 1999 essi manifestano una graduale tendenza verso l'alto. Ciò suggerisce che l'aumento dei prezzi dei beni intermedi sta lentamente sospingendo al rialzo i prezzi alla produzione nelle fasi successive del processo di produzione. Oltre a tale andamento dei prezzi alla produzione, in aprile l'Indice dei prezzi dell'area dell'euro della Reuters è salito ancora, collocandosi sul livello più alto finora raggiunto (cfr. anche la figura 12). Tale indicatore ha manifestato negli anni recenti un'elevata correlazione con l'andamento dei prezzi alla produzione complessivi e il suo andamento suggerisce la possibilità di ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione dell'area dell'euro in seguito all'aumento dei costi degli input in aprile.

I dati disponibili sul costo del lavoro indicano che fino al quarto trimestre del 1999 le pressioni al rialzo sui prezzi derivanti dalla dinamica salariale sono rimaste contenute. Nell'ultimo trimestre del 1999 la variazione annua del costo totale del lavoro per ora lavorata è rimasta invariata rispetto al trimestre precedente, al 2,2 per cento (cfr. tavola 3). Inoltre, la stima più recente dell'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto, pari allo 0,4 per cento nel quarto trimestre del 1999 rispetto al trimestre corrispondente del 1999, mostra un calo di 0,4 punti percentuali rispetto al tasso di crescita registrato nel terzo trimestre. Ciò riflette un ulteriore aumento ciclico del tasso di incremento annuo della produttività del lavoro, all'1,7 per cento nel quarto trimestre, unitamente a una crescita nominale dei salari che continua ad essere relativamente contenuta. Allo stato attuale i dati disponibili sugli accordi salariali nell'area dell'euro indicano che gli aumenti salariali negoziati per il 2000 sono rimasti abbastanza moderati.

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

#### **Le stime riviste del PIL indicano un rallentamento solo moderato nel 1999**

Secondo gli ultimi dati Eurostat relativi al quarto trimestre del 1999, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro rispetto al trimestre precedente è ora stimata pari allo 0,8 per cento, con una lieve revisione al ribasso rispetto alla stima precedente (0,9 per cento). Mentre la stima della crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre dell'anno è rimasta invariata all'1,0 per cento, le stime relative al primo e al secondo trimestre del 1999 sono state riviste al rialzo di 0,1 punti percentuali, rispettivamente allo 0,7 e allo 0,6 per cento (cfr. tavola 4). Nel complesso, queste lievi revisioni lasciano invariato il quadro secondo cui la crescita avrebbe registrato una visibile ripresa nella seconda metà dello scorso anno. Nel contempo, la crescita complessiva nel 1999 è ora stimata pari al 2,4 per cento, in calo rispetto al 2,7 per cento del 1998. In retrospettiva, il rallentamento dell'attività economica nel 1999 sembra quindi essere stato abbastanza contenuto rispetto a quanto indicato dalle stime precedenti.

La revisione al ribasso della crescita del PIL per il quarto trimestre del 1999 riflette essenzialmente una riduzione, rispetto alla stima precedente, del contributo alla crescita proveniente dalla variazione delle scorte, in parte compensata da un contributo lievemente superiore, e ora positivo, delle esportazioni nette. Il contributo della domanda interna finale (ovvero, la domanda interna al netto della variazione delle scorte) è rimasto invariato. Nell'insieme, le stime riviste per il quarto trimestre del 1999 corroborano il quadro secondo cui la crescita complessiva del PIL sarebbe stata sospinta soprattutto dalla vigorosa crescita delle esportazioni e dei consumi delle famiglie.

#### **La crescita della produzione industriale recupera in febbraio**

Misurata sulla base di dati destagionalizzati, la produzione industriale dell'area dell'euro, stimata da Eurostat, ha registrato un incremento particolarmente netto a febbraio, dopo il lieve calo dei due mesi precedenti (cfr. tavola 5). Nel periodo di tre mesi compreso fra dicembre 1999 e febbraio 2000 la produzione industriale al netto

## Tavola 4

### Crescita del PIL 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>				
	1997	1998	1999	1998 4° trim.	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	1998 4° trim.	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.
PIL	2,3	2,7	2,4	2,0	1,9	2,0	2,5	3,1	0,3	0,7	0,6	1,0	0,8
di cui:													
Domanda interna	1,7	3,4	2,9	3,3	2,9	2,9	3,0	2,6	1,0	0,8	0,4	0,6	0,7
Consumi delle famiglie	1,5	3,0	2,5	3,1	2,8	2,4	2,4	2,5	0,6	0,8	0,3	0,7	0,7
Consumi collettivi	0,8	0,9	1,4	1,0	1,5	1,3	1,6	1,4	0,3	1,1	-0,1	0,3	0,2
Investimenti fissi lordi	2,1	4,5	4,9	3,9	4,0	5,5	5,1	4,9	0,7	1,8	0,9	1,6	0,5
Variazione delle scorte <sup>3) 4)</sup>	0,2	0,5	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,5	-0,2	0,1	-0,2	0,2
Esportazioni nette <sup>3)</sup>	0,6	-0,6	-0,4	-1,1	-1,0	-0,9	-0,4	0,5	-0,7	-0,2	0,1	0,4	0,1
Esportazioni <sup>5)</sup>	10,3	6,9	4,4	2,2	0,6	2,3	5,5	9,1	-1,3	0,6	2,6	3,5	2,1
Importazioni <sup>5)</sup>	8,8	9,4	6,0	6,1	3,8	5,2	7,0	8,0	0,9	1,1	2,4	2,4	1,8

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) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.

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

delle costruzioni è cresciuta, rispetto al precedente periodo di tre mesi, dello 0,9 per cento, un po' meno rispetto ai corrispondenti tassi di crescita, compresi fra l'1,2 e l'1,5 per cento, registrati nella seconda metà del 1999. Tuttavia, poiché ciò riflette il temporaneo indebolimento osservato nel dicembre 1999 e gennaio 2000, i

dati restano coerenti con il protrarsi del sottostante trend di vigorosa crescita della produzione osservato nei mesi recenti. Il forte dinamismo dell'attività produttiva nel settore industriale è visibile anche nell'incremento del valore aggiunto dell'industria (escluse le costruzioni), che nel quarto trimestre del 1999 si è

## Tavola 5

### Produzione industriale nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1998	1999	1999	2000	2000	1999	2000	2000	1999	1999	1999	1999	2000
			dic.	gen.	feb.	dic.	gen.	feb.	set.	ott.	nov.	dic.	gen.
				variaz. sul mese prec.			medie mobili di 3 mesi						
Totale industria escl. costruz.	4,3	1,8	5,0	3,4	5,4	-0,1	-0,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,2	0,9
Industria manifatturiera	4,8	1,8	5,6	3,3	6,4	0,2	-0,4	1,5	1,7	1,2	1,3	1,0	1,1
principali categorie di prodotti industriali:													
Beni intermedi	4,0	2,1	7,1	4,6	6,6	0,3	-0,2	1,3	1,5	1,7	1,7	1,7	1,4
Beni di capitale	7,0	1,6	4,1	6,2	6,9	0,6	0,8	0,4	1,7	1,5	1,4	1,7	1,9
Beni di consumo	3,3	2,2	4,4	1,0	4,4	-0,5	-1,4	2,3	1,3	0,8	0,9	0,2	0,2
durevoli	6,2	3,4	7,5	7,2	10,8	1,1	1,1	2,4	2,7	0,6	0,9	1,2	3,4
non durevoli	1,8	1,7	3,5	-1,4	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,6	0,5	0,4	0,2	0,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

collocato, in termini di volume, all'1,1 per cento rispetto al trimestre precedente (cfr. il riquadro 3 per ulteriori dettagli sui dati relativi al valore aggiunto nell'area dell'euro).

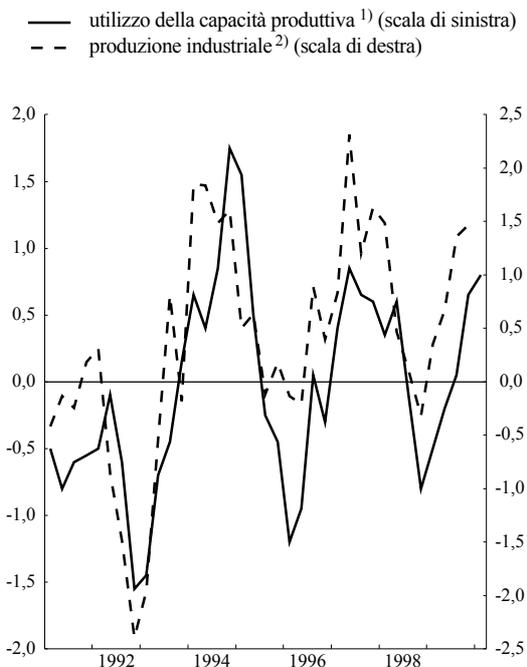
Con riferimento al settore manifatturiero, nel periodo di tre mesi concluso a febbraio la crescita della produzione, rispetto ai tre mesi fino a novembre, è stata pari all'1,1 per cento, complessivamente invariata rispetto ai precedenti intervalli di tre mesi. Nei settori che producono beni intermedi e di investimento, la produzione ha continuato a registrare una crescita media sul trimestre precedente intorno all'1 1/2 per cento, mentre i settori che producono beni di consumo hanno fatto registrare risultati più differenziati. Per il periodo di tre mesi concluso a febbraio i dati indicano una forte ripresa nel settore dei beni di consumo durevoli, in contrasto con l'ulteriore indebolimento della crescita nei settori che producono beni di consumo non durevoli.

L'evoluzione dell'utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero è coerente con il protrarsi di una crescita vigorosa della produzione industriale nei primi mesi di quest'anno (cfr. figura 13). In aprile l'utilizzo della capacità produttiva è stato dell'83,5 per cento, contro l'82,9

**Figura 13**

**Utilizzo della capacità produttiva e produzione industriale nell'area dell'euro**

(industria manifatturiera, dati destagionalizzati; medie trimestrali)



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

- 1) Variazione sul periodo precedente, in punti percentuali.
- 2) Variazione percentuale sul periodo precedente.

**Riquadro 3**

**La struttura e l'andamento del valore aggiunto nell'area dell'euro**

Il prodotto interno lordo (PIL) misura l'insieme dei beni e servizi prodotti dai singoli settori dell'economia. Misurato sulla base del valore aggiunto, esso include soltanto il valore che si aggiunge in ogni fase della produzione. In questo numero del Bollettino i dati relativi al valore aggiunto per l'area dell'euro vengono presentati, per la prima volta, in termini di valore aggiunto lordo totale e con una scomposizione in sei categorie principali. Nella tavola sottostante tali categorie vengono così indicate: agricoltura e pesca, industria (escluse le costruzioni), costruzioni, commercio e trasporti, servizi finanziari e alle imprese, pubblica amministrazione (cfr. anche la tavola 5.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino). In particolare, questa scomposizione offre utili informazioni sull'andamento del prodotto nei settori dei servizi dell'area dell'euro, per i quali soltanto alcuni indicatori a breve termine sono altrimenti disponibili a livello dell'area. I dati relativi al valore aggiunto scaturiscono dalle stime elaborate dalla BCE sulla base dei dati nazionali, che coprono il 97 per cento del PIL dell'area dell'euro (l'Irlanda, il Lussemburgo e il Portogallo non pubblicano ancora una scomposizione trimestrale del valore aggiunto). La copertura risulta inferiore per i periodi anteriori al 1995 e nei casi in cui alcuni paesi non hanno ancora diffuso i dati per l'ultimo trimestre disponibile delle stime dell'area dell'euro. Per denotare che le stime scaturiscono da elaborazioni della BCE, esse sono presentate in forma di numeri indici; questi saranno successivamente sostituiti dai corrispondenti dati in valore e in volume, espressi in euro, che Eurostat intende compilare in futuro.

Le stime relative al valore aggiunto dell'area nel suo complesso confermano che, per quanto riguarda la struttura e l'andamento della crescita del prodotto a livello settoriale, l'area dell'euro mostra le caratteristiche

che sono comunemente associate alle economie industriali mature. In termini di peso relativo dei singoli settori, appena poco meno di un terzo del valore aggiunto lordo totale è prodotto dall'industria, mentre i servizi rappresentano i due terzi. Il contributo dell'agricoltura e della pesca al valore aggiunto complessivo è modesto, inferiore al 3 per cento (cfr. la tavola seguente). I servizi comprendono molteplici attività e le tre categorie disponibili nell'ambito della scomposizione corrente pesano ciascuna per il 20-25 per cento sul valore aggiunto lordo totale.

### Composizione della crescita del valore aggiunto a prezzi costanti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali; dati destagionalizzati)

	Pesi <sup>3)</sup>	Variazioni annuali <sup>1)</sup>								Variazioni trimestrali <sup>2)</sup>				
		1998	1999	1998 4° trim.	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	1998 4° trim.	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	
Valore aggiunto loro, a prezzi costanti	100,0	2,8	2,3	2,0	1,8	1,9	2,5	2,9	0,3	0,6	0,6	1,0	0,7	
<i>di cui:</i>														
Agricoltura e pesca <sup>4)</sup>	2,6	2,3	2,2	1,0	1,5	1,2	3,3	2,8	0,6	1,0	0,2	1,5	0,0	
Industria	29,7	2,3	1,8	0,4	0,2	1,0	2,2	3,7	-0,4	0,5	0,8	1,3	1,1	
Escluse le costruzioni <sup>5)</sup>	23,7	3,1	1,7	0,8	0,2	0,7	2,0	3,8	-0,6	0,3	0,9	1,4	1,1	
Costruzioni	6,0	-1,1	2,1	-1,4	0,0	2,5	2,9	3,3	0,3	1,4	0,3	0,9	0,7	
Servizi	67,7	3,0	2,5	2,8	2,5	2,3	2,6	2,6	0,6	0,6	0,5	0,9	0,6	
Commercio e trasporti <sup>6)</sup>	20,7	4,2	3,3	3,5	3,1	3,1	3,6	3,6	0,6	1,2	0,5	1,3	0,5	
Servizi finanziari e alle imprese <sup>7)</sup>	25,4	3,5	3,0	3,2	3,0	2,7	3,0	3,1	0,8	0,5	0,8	0,9	0,8	
Amministrazione pubblica <sup>8)</sup>	21,6	1,4	1,2	1,6	1,4	1,1	1,1	1,1	0,3	0,1	0,2	0,4	0,3	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Variazione percentuale sul periodo precedente.

3) Pesi riferiti al 1995.

4) Include anche caccia e silvicoltura.

5) Include i settori minerario, estrattivo, manifatturiero e quelli dell'elettricità, gas e approvvigionamento idrico.

6) Include anche i settori alberghiero, della ristorazione, delle comunicazioni e delle riparazioni.

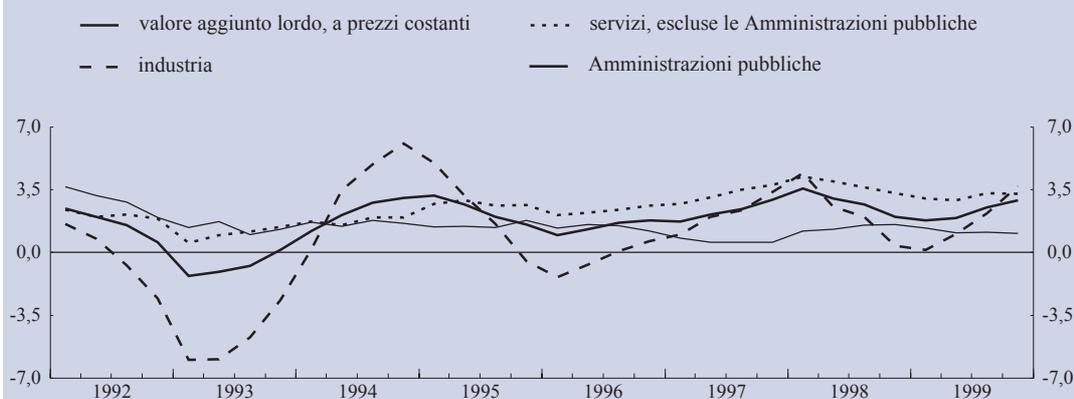
7) Include anche il settore immobiliare e i servizi di locazione.

8) Include anche l'istruzione, la sanità e altri servizi.

Sulla base dell'evoluzione della crescita del valore aggiunto negli anni novanta, le variazioni cicliche più marcate si sono registrate nell'industria, mentre nei servizi la crescita è stata nettamente più stabile (cfr. la figura seguente). Questa relativa stabilità della crescita nel comparto dei servizi è sostanzialmente riconducibile alla robusta crescita del valore aggiunto per quanto riguarda i servizi finanziari e quelli destinati alle imprese, fra cui rientrano quelli immobiliari e di locazione. Le attività comprese in questa categoria tendono a mostrare una minore sensibilità alle fluttuazioni cicliche, e nel periodo in esame hanno attenuato le variazioni cicliche leggermente più pronunciate nella categoria del commercio e dei trasporti. Anche la crescita del valore aggiunto nella categoria dei servizi connessi alla pubblica Amministrazione (che comprende, fra l'altro, anche l'istruzione e la sanità) ha mostrato un andamento relativamente regolare, come ci si aspetterebbe dalla natura dei servizi forniti. Poiché questa categoria racchiude in larga misura servizi non destinabili alla vendita, il valore aggiunto riflette soprattutto i redditi da lavoro nei rispettivi settori. Nella seconda metà degli anni novanta, la crescita del valore aggiunto in questa categoria ha mostrato una dinamica piuttosto contenuta, in parte a seguito degli sforzi di risanamento dei conti pubblici compiuti dagli Stati membri dell'area dell'euro.

## Crescita del prodotto, per settore, nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



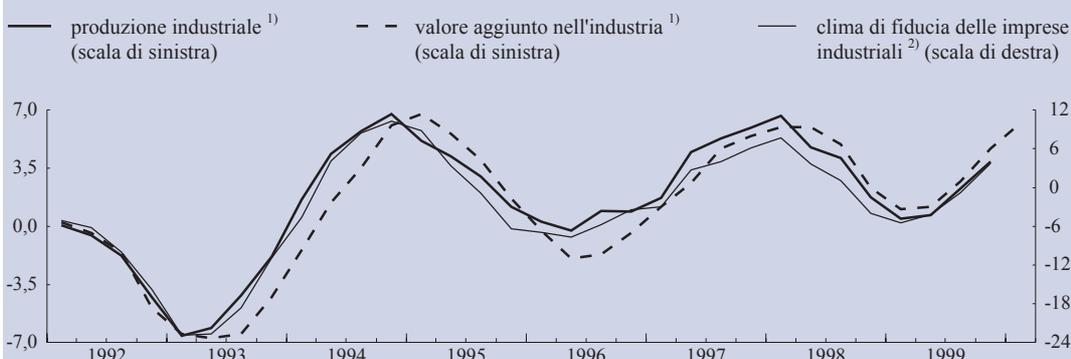
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, si veda la tavola in questo riquadro.

Se si considerano gli andamenti recenti, le stime relative al valore aggiunto sono coerenti con le informazioni fornite dagli altri indicatori, in particolare con il fatto che il rafforzamento della crescita economica durante lo scorso anno è principalmente riconducibile alla forte accelerazione della produzione industriale. Più in generale, la crescita del valore aggiunto nell'industria (escluse le costruzioni) tende a riflettere quella della produzione industriale, seppure con qualche lieve differenza (cfr. la figura seguente). Per esempio, diversamente dalle precedenti fasi di debolezza ciclica degli anni novanta, il rallentamento della produzione industriale nel 1998/99 sembra essere stato leggermente più accentuato rispetto al peggioramento del clima di fiducia delle imprese manifatturiere e all'attenuazione della crescita del valore aggiunto nell'industria escluse le costruzioni. A causa della mancanza di adeguati indicatori di breve periodo a livello dell'area nel suo complesso, non è possibile effettuare analoghe verifiche di coerenza per quanto riguarda le stime del valore aggiunto nei settori dei servizi.

## Crescita della produzione industriale e clima di fiducia delle imprese nell'area dell'euro

(dati trimestrali)



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

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; sono escluse le costruzioni.

2) Saldi percentuali, calcolati come deviazioni dalla media per il periodo dal primo trimestre del 1985.

per cento di gennaio. In media, nel primo trimestre del 2000 l'utilizzo della capacità produttiva è stato pari all'83,2 per cento, con un aumento di 0,8 punti percentuali rispetto al quarto trimestre del 1999, quando era già salito di 0,6 punti percentuali rispetto al trimestre precedente.

### I dati di aprile delle indagini congiunturali indicano il protrarsi dell'evoluzione positiva

I dati delle indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese relativi al mese di aprile indicano il protrarsi dell'evoluzione recente, con un ulteriore miglioramento del clima di fiducia delle imprese industriali e la stabilità su livelli di massimo storico del clima di fiducia dei consumatori. Tali dati confortano le attese di un proseguimento della crescita vigorosa del prodotto e della domanda nei primi mesi di quest'anno. L'indicatore del clima economico non è aumentato rispetto ai livelli elevati raggiunti in marzo, riflettendo un considerevole calo dell'indice dei prezzi azionari che ha controbilanciato il miglioramento degli indicatori sulla fiducia delle imprese manifatturiere e di quelle nel settore delle costruzioni (cfr. tavola 6).

Nel mese di aprile il clima di fiducia delle imprese manifatturiere è aumentato per l'ottavo mese consecutivo, collocandosi su livelli di poco inferiori al massimo storico registrato nella prima

metà del 1989. Per quanto concerne le componenti dell'indice, l'aumento di aprile riflette una più positiva valutazione del livello degli ordini e delle scorte di prodotti finiti, mentre le attese sulla produzione restano su livelli elevati. Tale quadro, che segnala l'esistenza di condizioni favorevoli alla crescita della produzione manifatturiera, trova conferma anche nei dati dell'Indice dei responsabili degli acquisti (PMI) dell'area dell'euro. In aprile tale indicatore ha fatto registrare un ulteriore considerevole miglioramento, raggiungendo un nuovo massimo da quando è iniziata la rilevazione dell'indice, a metà del 1997 (cfr. figura 14). Se si considerano le singole componenti, l'aumento dell'indice complessivo in aprile è riconducibile principalmente a un ulteriore significativo incremento della produzione e a un nuovo considerevole allungamento dei tempi di consegna da parte dei fornitori, elementi che sono coerenti con un rafforzamento dell'attività economica e con l'intensificarsi della pressione esercitata dalla domanda sui fornitori. L'indice dei responsabili degli acquisti ha risentito positivamente anche dell'aumento dei nuovi ordini e dell'occupazione, mentre le scorte di materiali acquistati risultano sostanzialmente invariate.

In aprile il clima di fiducia dei consumatori è rimasto invariato su un livello corrispondente al massimo storico raggiunto nel febbraio di quest'anno e, prima ancora, nel primo trimestre del 1999. Complessivamente, l'indicatore della fiducia dei

## Tavola 6

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

(dati destagionalizzati)

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	2000	1999	1999	2000	2000	2000	2000
				2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	nov.	dic.	gen.	feb.	mar.	apr.
Indice del clima economico <sup>1)</sup>	2,4	2,7	-0,2	-0,6	0,1	0,9	1,0	0,6	0,2	0,4	0,4	0,1	0,0
Indici del clima di fiducia:													
dei consumatori <sup>2)</sup>	-4	6	9	7	7	10	11	10	10	10	11	11	11
delle imprese industriali <sup>2)</sup>	3	6	0	-3	1	6	10	6	7	8	10	11	12
nel settore delle costruzioni <sup>2)</sup>	-11	3	15	15	15	19	22	22	18	24	20	22	24
nel commercio al dettaglio <sup>2)</sup>	-3	3	1	2	-1	-1	6	-3	4	4	3	11	3
Capacità utilizzata (perc.) <sup>3)</sup>	81,4	82,9	81,9	81,7	81,8	82,4	83,2	-	-	82,9	-	-	83,5

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

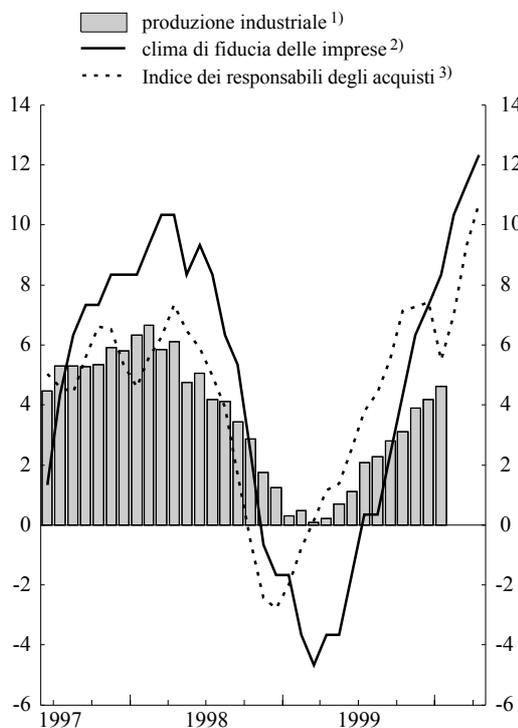
1) Variazione percentuale sul periodo precedente.

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

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

**Figura 14**

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



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

- 1) Variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
- 2) Saldi percentuali, scostamenti dalla media nel periodo dal gennaio 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; scostamenti dal valore 50; valori positivi stanno a indicare un'espansione dell'attività economica.

consumatori ha registrato nel 1999 un calo solo modesto, ascrivibile principalmente a un temporaneo deterioramento della valutazione della situazione economica generale, ma da sei mesi è tornato su livelli storicamente elevati. La stabilità registrata in aprile dall'indicatore nel suo complesso nasconde un andamento divergente delle singole componenti. In particolare, la valutazione più positiva delle condizioni economiche generali da parte delle famiglie è stata compensata da un giudizio lievemente meno positivo sulla loro situazione finanziaria nei mesi futuri e da una minore propensione, nel presente, a compiere spese di importo rilevante.

Il fatto che il clima di fiducia dei consumatori si mantenga su livelli elevati potrebbe essere

coerente con il proseguimento della vigorosa crescita dei consumi delle famiglie nei primi mesi di quest'anno. Dopo la pubblicazione del numero di aprile di questo Bollettino non sono stati diffusi nuovi dati sulle vendite al dettaglio nell'insieme dell'area dell'euro. L'andamento fino a gennaio indica che la crescita del volume delle vendite al dettaglio è rimasta complessivamente invariata nel periodo fra la fine del 1999 e l'inizio del 2000. Dopo il calo registrato nella seconda metà dello scorso anno, il numero di immatricolazioni di nuove autovetture è aumentato del 3,5 per cento nel primo trimestre di quest'anno rispetto al trimestre precedente.

Nel complesso, considerate le indicazioni circa il protrarsi della crescita vigorosa dell'attività industriale, da un lato, e dei consumi delle famiglie, dall'altro, continuano ad esservi buone probabilità che nel primo trimestre del 2000 la crescita del PIL in termini reali rispetto al trimestre precedente risulti di entità analoga a quella osservata nella seconda metà del 1999.

### **Continua in marzo il calo della disoccupazione**

A marzo il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è stato pari al 9,4 per cento, con una diminuzione di 0,1 punti percentuali rispetto a febbraio (cfr. tavola 7). I dati di marzo confermano le attese circa un proseguimento del calo del tasso di disoccupazione, in linea con i dati riportati nel numero di aprile di questo Bollettino. In effetti, in marzo la disoccupazione ha registrato una riduzione pari al doppio di quella osservata in febbraio. Nel primo trimestre del 2000 il tasso di disoccupazione ha mantenuto l'andamento decrescente osservato nell'ultima parte del 1999 (cfr. figura 15).

La disaggregazione per fasce di età indica che la riduzione registrata nel primo trimestre del 2000 ha interessato sia il tasso di disoccupazione relativo ai lavoratori con meno di 25 anni di età, sia quello relativo ai lavoratori di età superiore. La riduzione del tasso di disoccupazione giovanile in tale periodo è stata inferiore a quella osservata nell'ultimo trimestre del 1999; il calo registrato in marzo, tuttavia, è stato chiaramente

## Tavola 7

### Disoccupazione nell'area dell'euro

(in percentuale delle forze di lavoro; dati destagionalizzati)

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

Fonte: Eurostat.

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

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

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

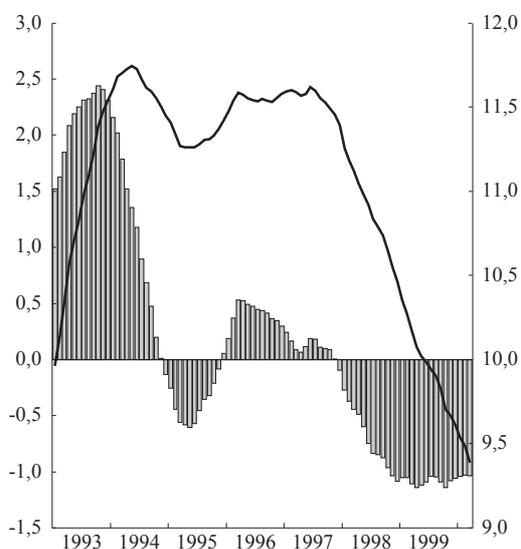
superiore a quello dei due mesi precedenti, nonché superiore al decremento rispetto al mese precedente osservato in media nel 1999. Per quanto riguarda i lavoratori con più di 25 anni di età, nel primo trimestre del 2000 la disoccupazione è diminuita rispetto all'ultima parte del 1999, quando era rimasta complessivamente stabile. Infine, a livello dei singoli paesi, si è confermata una generale tendenza decrescente dei tassi di disoccupazione, estesa a tutte le componenti, unitamente a una riduzione della loro dispersione tra paesi.

## Figura 15

### Disoccupazione nell'area dell'euro

(dati mensili destagionalizzati)

— in percentuale delle forze di lavoro (scala di destra)  
 ■ variazione sui 12 mesi, in milioni (scala di sinistra)



Fonte: Eurostat.

### Contributo positivo dell'industria alla crescita dell'occupazione nel quarto trimestre del 1999

Per quanto concerne l'occupazione, non sono stati diffusi nuovi dati dopo la pubblicazione del numero di aprile di questo Bollettino. Sulla base dei dati nazionali disponibili si stima che nel quarto trimestre del 1999 la crescita dell'occupazione totale rispetto al trimestre precedente sia stata pari allo 0,3 per cento, invariata rispetto a quella registrata nei due trimestri precedenti (cfr. tavola 8). La creazione netta di posti di lavoro nel quarto trimestre ha risentito del contributo positivo della crescita dell'occupazione nel settore industriale, dove sono emersi segnali di ripresa nell'ultima parte dell'anno. Secondo i dati recentemente diffusi dall'Eurostat, l'occupazione dell'industria è aumentata dello 0,1 per cento nel quarto trimestre, dopo aver registrato un calo per due trimestri consecutivi. Tale aumento è riconducibile essenzialmente all'andamento positivo del settore manifatturiero, unito al protrarsi di condizioni favorevoli nel settore delle costruzioni. Dati rilevati da fonti diverse suggeriscono che le condizioni per la creazione di posti di lavoro nel settore manifatturiero dell'area dell'euro continueranno a migliorare; tale prospettiva è confermata anche dai dati più recenti sulla produzione industriale, che indicano che il settore industriale dovrebbe mantenere un andamento sostenuto. L'occupazione nel settore dei servizi dovrebbe essere cresciuta a un tasso complessivamente stabile nel quarto trimestre del 1999, in linea con i risultati dell'Indice dei responsabili degli acquisti relativi ai

## Tavola 8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1998	1999	1999 1° trim.	1999 2° trim.	1999 3° trim.	1999 4° trim.	1999				1999 ott.	1999 nov.	1999 dic.	
							1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.				
			Variazioni trimestrali <sup>1)</sup>											
Totale economia <sup>2)</sup>	1,4	1,5	1,7	1,6	1,4	1,3	0,4	0,3	0,3	0,3	-	-	-	
Totale industria	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	
Costruzioni	0,2	3,0	2,9	3,5	3,7	2,1	0,9	0,2	0,6	0,4	2,1	2,1	2,0	
Totale industria escl. costruz.	0,4	-0,4	0,0	-0,5	-0,7	-0,5	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,7	-0,5	-0,4	
Industria manifatturiera	0,8	-0,2	0,2	-0,4	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	-0,2	-0,2	

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

1) Variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati destagionalizzati.

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

servizi e con i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea relativi alle attese

sull'occupazione nel settore del commercio al dettaglio.

## 4 Il tasso di cambio e la bilancia dei pagamenti

### Pressioni al ribasso sull'euro sempre più incoerenti con l'evoluzione economica sottostante

Nel mese di aprile e all'inizio di maggio l'euro ha subito una significativa pressione al ribasso nei confronti di numerose valute estere, in particolar modo rispetto al dollaro statunitense. Questa evoluzione è apparsa sempre più incoerente con gli andamenti e le prospettive economiche sottostanti, che avrebbero suggerito un rafforzamento della moneta europea. L'euro ha altresì continuato a subire pressioni al ribasso nei confronti dello yen giapponese, della sterlina britannica e di numerose valute dei paesi emergenti. In termini effettivi nominali l'euro si è indebolito del 3 per cento circa tra il 12 aprile e il 10 maggio 2000.

Nei confronti del dollaro l'euro si è deprezzato del 5 per cento circa tra la metà di aprile e il 10 maggio, nonostante i dati indicanti un rafforzamento dell'economia dell'area dell'euro e i crescenti segnali dell'emergere di squilibri in quella statunitense. Nell'area dell'euro l'attività economica ha continuato a mantenere un andamento crescente e ben equilibrato. Ciò si rispecchia sia nel rafforzamento della domanda interna, sia nella robusta crescita delle esportazioni nette, e

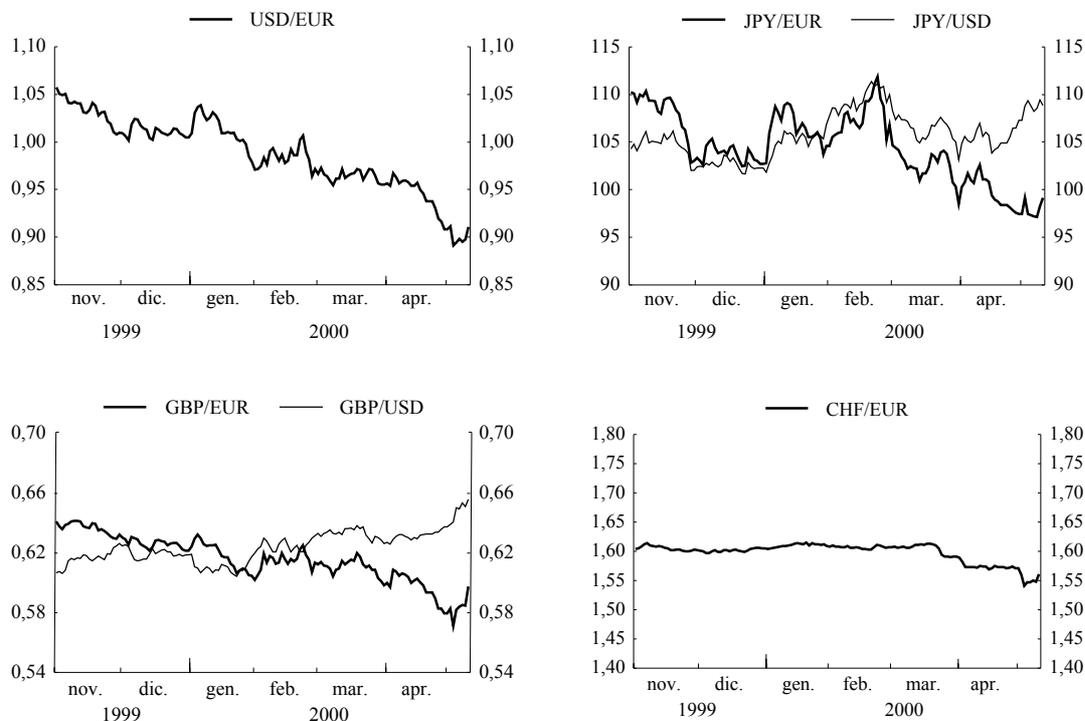
viene segnalato anche dagli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese, che hanno raggiunto o sono prossimi a livelli record. Di conseguenza, si potrebbe ritenere che il differenziale di crescita nei confronti degli Stati Uniti si stia restringendo. Allo stesso tempo, i dati pubblicati negli Stati Uniti hanno messo in evidenza alcuni squilibri nell'espansione economica statunitense; ciò si manifesta in un aumento dell'inflazione annua, che ha raggiunto il 3,7 per cento in marzo, in livelli record del disavanzo commerciale e in un significativo aumento della volatilità nei mercati finanziari. Il 10 maggio l'euro è stato quotato a 0,91 dollari (cfr. figura 16).

Lo yen ha registrato, alla fine di aprile e all'inizio di maggio, oscillazioni leggermente inferiori rispetto a quelle osservate nella parte precedente dell'anno. Si è apprezzato nei confronti dell'euro, ma si è indebolito rispetto al dollaro. I dati più recenti hanno nel complesso confermato una ripresa su basi più ampie dell'economia nipponica, con segnali di una ripresa anche dei consumi privati. Anche i dati sulla produzione industriale e sulla redditività delle imprese sono migliorati. La Banca del Giappone ha sottolineato il recente miglioramento delle prospettive economiche per il paese, ma in occasione della riunione tenutasi all'inizio di maggio ha deciso, per ora, di mantenere i tassi

## Figura 16

### Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

di interesse prossimi allo zero. Il 10 maggio 2000 l'euro è stato scambiato a 99,13 yen, il 2 per cento circa in meno rispetto al livello di metà aprile.

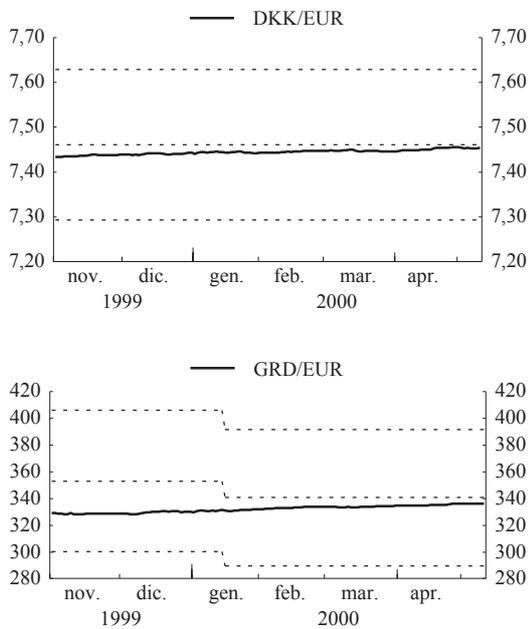
Nel periodo compreso tra metà aprile e metà maggio la sterlina si è lievemente rafforzata rispetto all'euro, benché i dati relativi al PIL britannico nel primo trimestre, pubblicati alla fine di aprile, siano risultati leggermente inferiori alle previsioni. Come indicato dai recenti dati sul commercio, tuttavia, l'apprezzamento della sterlina – che attualmente si colloca al livello più elevato degli ultimi 15 anni in termini effettivi (con ponderazione basata sul commercio estero) – sta influenzando negativamente le esportazioni. Il 10 maggio l'euro è stato quotato a 0,598 sterline.

Le valute aderenti allo SME II si sono mantenute perlopiù stabili (cfr. figura 17). La dracma greca si è deprezzata leggermente in un contesto caratterizzato da volatilità e alcune correzioni sul mercato azionario greco, in parte conseguenti a prese di beneficio. Il 10 maggio la moneta

ellenica è stata quotata a un livello superiore dell'1,3 per cento alla parità centrale di 341 dracme per euro. La corona danese è rimasta sostanzialmente stabile a un livello di circa 7,45 corone per euro.

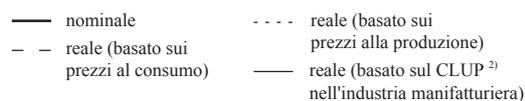
Il franco svizzero ha continuato a rafforzarsi leggermente nei confronti dell'euro; il livello di 1,56 franchi per euro registrato il 10 maggio risultava circa il 3 per cento superiore alla media del primo trimestre di quest'anno. Il rafforzamento della moneta elvetica nei confronti dell'euro potrebbe essere associato alla stretta di politica monetaria attuata in Svizzera nel mese di marzo, con un aumento di 75 punti base dei tassi di interesse ufficiali.

I mercati valutari delle economie emergenti non sono stati praticamente influenzati dalla significativa volatilità e dalle correzioni registrate sui mercati borsistici internazionali. Ha fatto eccezione il Brasile, la cui valuta ha recentemente subito nuove pressioni a seguito di un brusco ribasso del mercato borsistico.

**Figura 17****Tassi di cambio nello SME II***(dati giornalieri)*

Fonte: BCE.

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

**Figura 18****Tassi di cambio effettivi nominali e reali<sup>1)</sup>***(medie mensili/trimestrali; 1° trim. 1999 = 100)*

Fonte: BCE.

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

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

A metà maggio l'euro si è collocava, in termini effettivi nominali, a un livello inferiore di circa il 15 per cento a quello registrato nel primo trimestre del 1999 (cfr. figura 18). Dato che dall'introduzione dell'euro le differenze nella dinamica dei prezzi tra l'area dell'euro e i suoi principali partner commerciali sono state trascurabili, i tassi di cambio effettivi reali dell'euro calcolati sulla base degli indici dei prezzi al consumo, di quelli alla produzione e del CLUP – che forniscono un'indicazione sulla competitività dell'area in termini di prezzi e costi – hanno mostrato un andamento simile a quello del tasso di cambio effettivo nominale.

**Robusta crescita del volume delle esportazioni**

Nel mese di febbraio 2000 l'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un lieve incremento, raggiungendo i 2,4 miliardi di euro, rispetto ai 2,3 miliardi registrati nel corrispondente mese del 1999. Questo è da attribuire ai minori disavanzi sia del conto dei redditi sia di quello dei trasferimenti correnti, che hanno più che compensato un minore avanzo per quanto riguarda i beni e una variazione negativa di 2 miliardi di euro nel conto dei servizi, passato da una situazione di avanzo a una di disavanzo (cfr. tavola 9).

Come negli ultimi mesi, in febbraio il valore delle esportazioni e quello delle importazioni di beni hanno registrato tassi di crescita molto elevati rispetto al mese corrispondente del 1999. In questo periodo le esportazioni sono aumentate di 14,4 miliardi di euro (pari a circa il 25 per cento), principalmente a causa di una forte crescita sottostante dei volumi, a sua volta risultante dalla robusta domanda estera e dai miglioramenti della competitività di prezzo dell'area dell'euro. Allo stesso tempo le importazioni sono cresciute di 15,1 miliardi di euro (pari a circa il 30 per cento), soprattutto per il brusco incremento del prezzo delle importazioni nel corso del 1999, dovuto al rincaro dei prodotti petroliferi e al deprezzamento dell'euro.

La tavola 9 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo numero del Bollettino mostra che il volume delle esportazioni dell'area

**Tavola 9****Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro***(miliardi di euro (dati non destagionalizzati))*

	1999 gen.-feb.	1999 feb.	2000 gen.-feb.	1999 dic.	2000 gen.	2000 feb.
<b>Conto corrente</b>	-0,1	2,3	-4,2	-0,5	-6,6	2,4
crediti	190,4	95,1	225,2	121,3	110,8	114,4
debiti	190,5	92,8	229,4	121,8	117,4	112,0
Beni	11,7	6,9	7,2	7,7	0,9	6,3
esportazioni	110,9	57,4	135,5	74,1	63,7	71,8
importazioni	99,2	50,5	128,3	66,4	62,8	65,6
Servizi	-2,9	0,0	-3,9	-1,3	-1,9	-2,0
esportazioni	32,1	17,2	35,6	22,2	17,8	17,9
importazioni	34,9	17,2	39,6	23,4	19,7	19,9
Redditi <sup>1)</sup>	-4,8	-2,5	-5,1	-1,9	-4,3	-0,8
Trasferimenti unilaterali correnti	-4,2	-2,2	-2,3	-5,0	-1,3	-1,0
<b>Conto capitale</b>	2,6	-0,1	1,6	2,8	1,4	0,2
<b>Conto finanziario</b>	7,2	6,8	26,8	-6,4	17,1	9,7
Investimenti diretti	-10,9	-6,2	146,8	-20,6	2,0	144,7
all'estero	-23,8	-12,0	-24,8	-35,2	-5,4	-19,4
nell'area dell'euro	12,9	5,8	171,5	14,5	7,4	164,2
Investimenti di portafoglio	-17,5	-26,4	-156,2	2,9	-17,5	-138,7
attività	-35,3	-16,2	-93,2	-41,5	-25,1	-68,1
passività	17,8	-10,2	-63,0	44,4	7,6	-70,6
Derivati	-2,3	-0,4	1,3	-0,3	-1,3	2,6
Altri investimenti	35,2	34,8	35,0	12,2	35,5	0,2
Riserve ufficiali	2,8	5,0	-0,8	-0,5	-1,6	0,8
<b>Errori e omissioni</b>	-9,7	-9,0	-24,3	4,0	-11,9	-12,3

Fonte: BCE.

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

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

dell'euro è cresciuto di quasi il 9 per cento nel 1999, mentre i prezzi delle esportazioni sono cresciuti di circa il 6,5 per cento. Questo dato suggerisce che gli esportatori hanno incrementato i propri margini di profitto, poiché in questo periodo i prezzi alla produzione nell'area dell'euro sono aumentati solo del 4 per cento. Allo stesso tempo il volume totale delle importazioni è cresciuto meno del 3 per cento, riflettendo in gran parte un considerevole rallentamento delle importazioni di prodotti non energetici dovuto al miglioramento della competitività dei fornitori interni all'area grazie al deprezzamento dell'euro. Tuttavia le importazioni di prodotti energetici sembrano essere in qualche misura meno elastiche al prezzo, in particolare nel breve periodo.

Nei primi due mesi del 2000 il conto corrente ha registrato un disavanzo cumulato di 4,2 miliardi di euro, rispetto a un disavanzo di 0,1 miliardi nello stesso periodo dello scorso anno. Tale andamento è da attribuire soprattutto a un calo di 4,5 miliardi di euro dell'avanzo per la voce beni.

#### **In febbraio il conto finanziario è stato dominato da una singola grossa operazione di investimento diretto**

In febbraio i flussi finanziari sono stati fortemente influenzati da una singola operazione: l'acquisizione di una società dell'area dell'euro da parte di un'impresa non residente, effettuata attraverso uno scambio azionario. Nella bilancia

dei pagamenti dell'area dell'euro questa operazione si è manifestata con un flusso in entrata per investimenti diretti, controbilanciato da un flusso in uscita per investimenti di portafoglio in azioni.

Soprattutto per effetto dell'operazione sopra menzionata, gli investimenti diretti hanno registrato in febbraio un flusso netto in entrata di 144,7 miliardi di euro, più del doppio degli investimenti diretti nell'area nell'intero 1999. Contemporaneamente, gli investimenti di portafoglio in titoli azionari hanno mostrato un deflusso netto di 144,6 miliardi di euro, contro i complessivi 56 miliardi del 1999 (cfr. tavola 8.4 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). La liquidazione dell'operazione attraverso uno scambio azionario ha influenzato sia le attività sia le passività nel conto degli investimenti in azioni: un investimento

in azioni estere, vale a dire un deflusso per investimenti azionari, è stato registrato nella misura in cui i residenti dell'area hanno scambiato le proprie azioni nella società residente con azioni della società estera. La maggior parte delle azioni della società dell'area oggetto dell'acquisizione era, comunque, già detenuta da soggetti non residenti. Lo scambio di queste azioni con azioni della società estera ha ridotto l'investimento dei non residenti in azioni dell'area dell'euro attraverso un deflusso di passività rappresentate da azioni.

Per quanto riguarda gli altri conti, gli strumenti di debito hanno registrato un afflusso netto di 5,9 miliardi di euro, che in buona parte riflette un sostanziale aumento degli investimenti da parte di non residenti in strumenti del mercato monetario dell'area dell'euro.

# Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria

*La struttura per scadenza dei tassi di interesse e i prezzi dei derivati su di essi costituiscono per le banche centrali una ricca fonte di informazioni sulle aspettative dei mercati riguardo a diverse variabili macroeconomiche fondamentali. Questo articolo descrive in che modo i prezzi delle attività finanziarie basate su titoli che fruttano un interesse possono essere utilizzati per ricavare informazioni sulle aspettative dei mercati riguardo all'evoluzione futura dell'attività economica e dell'inflazione, nonché alle variazioni future dei tassi di interesse a breve termine. Oltre a fornire queste informazioni sulle aspettative dei mercati riguardo a questi fattori, i prezzi di tali attività forniscono anche valide indicazioni sul grado di incertezza che il mercato attribuisce agli andamenti futuri. Sebbene tali indicatori finanziari non siano un sostituto delle valutazioni e delle previsioni elaborate in modo indipendente dalla banca centrale, le informazioni che essi forniscono sono importanti per la politica monetaria, poiché offrono alla banca centrale uno strumento con il quale confrontare le proprie valutazioni riguardo ai rischi per la stabilità dei prezzi e pertanto aiutano a definire le adeguate misure di politica monetaria con le quali far fronte a tali rischi.*

## I Introduzione

Le informazioni implicite nei prezzi di mercato di diverse attività finanziarie forniscono alle banche centrali tempestive indicazioni prospettiche sulle aspettative di mercato riguardo a numerosi fattori fondamentali, come l'evoluzione futura dell'attività economica e dell'inflazione, nonché l'andamento dei tassi di interesse a breve termine. L'analisi di tali aspettative è importante per l'attuazione di una politica monetaria rivolta agli sviluppi futuri, incentrata sull'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi in un orizzonte di medio termine. In particolare, nel contesto della politica monetaria dell'Eurosistema, che si basa su due pilastri, i prezzi delle attività finanziarie hanno un ruolo importante nell'ambito del secondo di questi (cfr. l'articolo *La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità*, nel numero di gennaio 1999 di questo Bollettino).

Una caratteristica essenziale della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema consiste nel non prevedere reazioni "meccaniche" a fronte di determinati indicatori o previsioni. Ciò vale anche per le attese del mercato desunte dai prezzi delle attività finanziarie. Inoltre, tali attese non possono mai costituire un sostituto dell'autonoma valutazione effettuata dalla banca centrale riguardo alla situazione economica e alla sua evoluzione futura. Piuttosto, questi indicatori di mercato dovrebbero essere considerati fonti separate e complementari di informazioni che possono essere utilizzate come verifica della valutazione e delle previsioni interne della banca centrale. Benché in linea di principio si possano

ricavare previsioni di mercato da un'ampia gamma di prezzi di attività finanziarie, questo articolo si concentra unicamente sui prezzi delle attività finanziarie basate su titoli a reddito fisso, quali le obbligazioni, gli strumenti del mercato monetario e i relativi strumenti derivati.

I prezzi delle attività finanziarie riflettono le aspettative dei mercati perché sono, per loro natura, rivolti al futuro. In particolare, il prezzo corrente di un'attività è determinato dal valore atteso scontato dei flussi di cassa che essa genererà nel futuro. In generale, i tassi di sconto utilizzati per attribuire un prezzo alle attività finanziarie sono influenzati da due fattori: il compenso per il posticipo a una data futura dei consumi e quello per il rischio associato all'incertezza sui flussi di cassa futuri. Quindi, in linea generale, al fine di attribuire un prezzo a un'attività finanziaria gli investitori hanno bisogno di formarsi aspettative sui flussi futuri generati dall'attività e di determinare i tassi di sconto – comprensivi dei premi per il rischio – da applicare.

In un mercato liquido ed efficiente, il prezzo di un'attività dovrebbe pertanto riflettere sia le aspettative del mercato sui flussi di cassa futuri, sia i tassi di sconto che determinano tale prezzo. Per un titolo esente da rischio di inadempienza con scadenza e cedole note, il problema della determinazione del prezzo si riduce alla determinazione dei tassi di interesse, comprensivi dei premi per il rischio, con i quali scontare il pagamento delle cedole residue e del capitale. Questi

tassi d'interesse, a loro volta, sono determinati dalle aspettative sull'andamento delle variabili di fondo sottostanti, quali l'inflazione futura e i tassi d'interesse reali, nonché il compenso per il rischio associato all'incertezza su queste aspettative. Pertanto, tramite lo studio delle variazioni dei prezzi di strumenti finanziari come le obbligazioni dovrebbe essere possibile ricavare informazioni sul modo in cui mutano nel tempo le aspettative degli operatori del mercato.

Oltre a quelle ricavabili dalle attività finanziarie tradizionali, varie altre informazioni riguardo alle attese dei mercati possono essere estratte dai prezzi degli strumenti derivati (cfr. riquadro I). Per esempio, strumenti derivati come i contratti di opzione rendono possibile la stima della variabilità futura attesa del rendimento di un'attività, la quale a sua volta fornisce una misura

dell'incertezza che il mercato attribuisce all'andamento futuro. Inoltre, le opzioni possono essere utilizzate per desumere se il mercato percepisce un'incertezza simmetrica o invece concentrata principalmente in una specifica direzione. Infatti, da un numero sufficiente di prezzi delle opzioni può essere ottenuta una misura della percezione del mercato riguardo alla distribuzione di probabilità per il prezzo futuro di un'attività.

Prima di passare all'interpretazione degli indicatori basati sui prezzi delle attività finanziarie, è importante porre particolare attenzione ad alcuni motivi di cautela. Se da un lato è generalmente accettato che i prezzi delle attività riflettono il punto di vista del mercato sull'andamento futuro dell'economia, dall'altro le implicazioni pratiche e, in particolare, i metodi per ricavare le aspettative non sono stati stabiliti in maniera conclusiva.

## Riquadro I

### Una rassegna dei contratti derivati più diffusi

#### Contratti forward, contratti future e opzioni

I contratti derivati sono strumenti il cui rendimento dipende dal prezzo futuro di un'attività sottostante, per esempio un'obbligazione. I due principali tipi di contratti derivati attivamente scambiati sui mercati in tutto il mondo sono i future e le opzioni, benché esistano vari altri strumenti derivati scambiati principalmente fuori borsa, come i forward e gli swap. Questo riquadro descrive brevemente le principali caratteristiche dei più comuni strumenti derivati e i modelli utilizzati per attribuire loro un prezzo.

Un contratto *forward* prevede l'acquisto o la vendita di una specifica attività sottostante a un prezzo predeterminato (il prezzo di consegna) a una certa data futura (data di consegna o data di scadenza). L'acquirente e il venditore del contratto concordano, rispettivamente, di acquistare e vendere l'attività sottostante, al prezzo di consegna, alla data di scadenza. Il prezzo di consegna, stabilito in modo tale che il valore iniziale del contratto sia uguale a zero, è definito prezzo del forward.

Uno strumento simile è costituito dal contratto *future*. Al contrario dei contratti forward, i contratti future sono standardizzati in termini di scadenza, ammontari nozionali, ecc., e sono scambiati in mercati organizzati. Inoltre, nel caso dei contratti future è richiesto il pagamento su un conto di garanzia, nel quale i profitti e le perdite sono regolati su base giornaliera (il cosiddetto "*marking to market*"), mentre i contratti forward sono regolati solo alla consegna. Come nel caso dei forward, il prezzo di consegna è fissato in modo tale che il valore iniziale del contratto sia pari a zero ed è definito prezzo del future.

Un'opzione è uno strumento che attribuisce al detentore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o di vendere l'attività sottostante a un prezzo predeterminato (il prezzo *strike*, o prezzo di esercizio) a una certa data futura (la data di esercizio o data di scadenza). Un'opzione *call* attribuisce al detentore il diritto di acquistare l'attività sottostante, mentre un'opzione *put* attribuisce al detentore il diritto di vendere tale attività. Il venditore dell'opzione ha pertanto concordato di vendere l'attività sottostante (nel caso di un'opzione *call*) o di acquistarla (nel caso di un'opzione *put*) al prezzo di esercizio se il proprietario dell'opzione decide di esercitare la stessa.

Esistono due principali tipologie di opzioni: opzioni “americane”, esercitabili a discrezione del detentore in qualsiasi momento fino alla data di scadenza, e opzioni “europee”, esercitabili solo alla scadenza. Un’opzione si definisce *at-the-money* se il prezzo a termine attuale dell’attività sottostante è uguale al prezzo di esercizio dell’opzione. Se il prezzo di esercizio di un’opzione *call* (o *put*) è maggiore (minore) del prezzo a termine, l’opzione è detta *out-of-the-money*, mentre si definisce *in-the-money* nel caso opposto.

Un’altra importante tipologia di strumenti derivati è costituita dal contratto *swap*, in base al quale due controparti concordano di scambiarsi pagamenti periodici per un periodo di tempo predefinito. Gli swap sui tassi di interesse sono discussi in modo più approfondito nel riquadro 2.

### La determinazione dei prezzi dei derivati

Prima di discutere gli indicatori ricavati dai prezzi dei derivati, può essere utile una breve rassegna sul modo in cui si determinano i prezzi stessi. Iniziando con i contratti forward, poiché il loro prezzo iniziale è pari a zero, l’aspetto interessante è la determinazione del prezzo a termine. Ipotizzando che l’attività sottostante sia un’obbligazione finanziaria negoziata che non genera pagamenti fino a scadenza, il prezzo a termine è dato dal valore corrente dell’attività sottostante più il tasso di interesse guadagnato su tale valore durante il periodo fino alla scadenza del contratto. La spiegazione logica sottostante è costituita dal fatto che il flusso di cassa di un contratto forward regolato a scadenza può essere completamente riprodotto tramite una strategia in due fasi che implica: (1) l’acquisto dell’attività sottostante oggi e il finanziamento di tale acquisto ottenendo un finanziamento al tasso di interesse disponibile e (2) la vendita dell’attività sottostante alla data di consegna al prezzo di mercato prevalente e il rimborso del finanziamento. L’ammontare che deve essere rimborsato è pari al valore corrente dell’attività sottostante maggiorato dell’interesse che matura su tale importo fino a scadenza, che deve anche corrispondere al prezzo a termine al fine di escludere opportunità di arbitraggio. Il prezzo dei future è, in linea generale, determinato in modo analogo al prezzo dei contratti a termine, e in determinate circostanze può risultare identico.

Per quanto riguarda le opzioni, la formula più comunemente utilizzata per l’attribuzione del prezzo delle opzioni europee è stata sviluppata da Black e Scholes.<sup>1)</sup> In base al loro modello, il valore di un’opzione è determinato da cinque fattori: il prezzo corrente dell’attività sottostante, il prezzo di esercizio, il tempo residuo alla scadenza dell’opzione, il tasso di interesse sulle attività esenti da rischio prevalente durante la vita dell’opzione e la volatilità del rendimento dell’attività sottostante. La principale ipotesi alla base di questo risultato è che il prezzo dell’attività sottostante si comporti in modo tale che i rendimenti seguano una distribuzione normale con media e volatilità costanti. Tutti i fattori tranne la volatilità sono direttamente osservabili, e ciò significa che quest’ultima deve essere stimata per permettere il calcolo del prezzo di un’opzione.

Questo calcolo può anche essere rovesciato, nel senso che, dato il prezzo di mercato di un’opzione, può essere ricavato quel valore della volatilità che, in un modello di determinazione del prezzo come la formula di Black e Scholes, generi un prezzo dell’opzione pari al prezzo di mercato. Questo valore della volatilità è definito volatilità implicita. Date adeguate ipotesi, la volatilità implicita può essere interpretata come la migliore stima, da parte del mercato, della volatilità attesa del prezzo dell’attività sottostante nel corso della durata residua dell’opzione e, pertanto, fornisce una misura dell’incertezza riguardo all’evoluzione del prezzo dell’attività sottostante durante la vita dell’opzione.

Un’importante caratteristica del modello di Black e Scholes, e (date alcune assunzioni) dei modelli di calcolo del prezzo delle opzioni in genere, è che il rendimento atteso dell’attività sottostante non è rilevante per il calcolo del prezzo. Poiché il rendimento atteso, che dovrebbe riflettere l’avversione al rischio degli investitori incorporando un premio, non è incluso nel calcolo dei prezzi delle opzioni, si può concludere che il prezzo di un’opzione non dipende dall’avversione al rischio degli investitori. La spiegazione logica sottostante è, in termini semplificati,

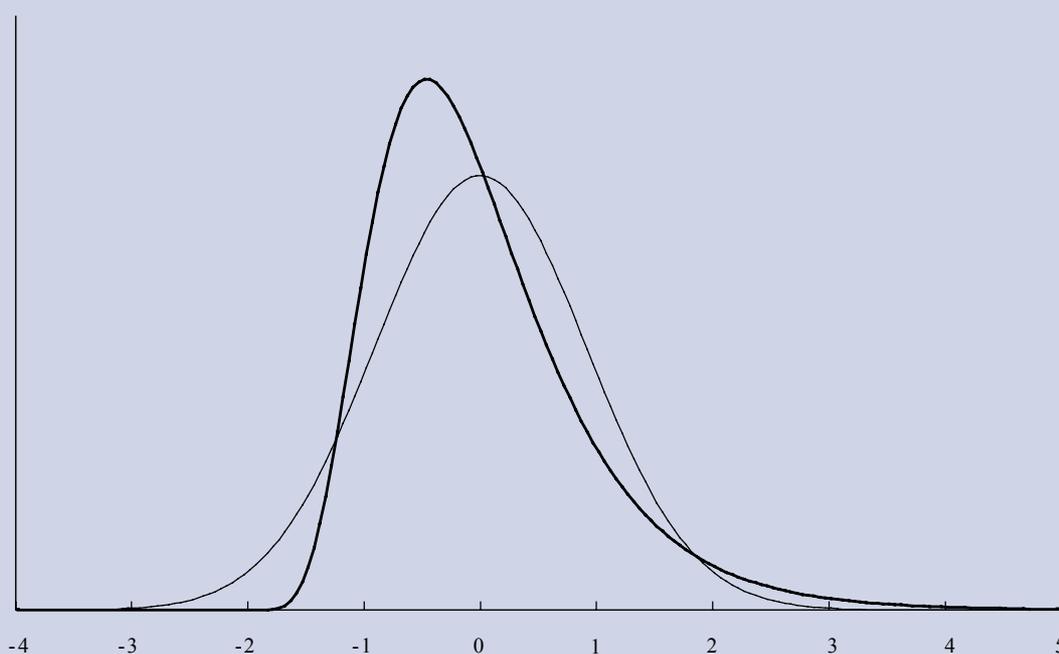
1) F. Black e M. S. Scholes (1973), “The pricing of options and corporate liabilities” in: Journal of Political Economy, 81, pp. 637-654.

che la determinazione del prezzo delle opzioni deve essere coerente con l'eliminazione delle opportunità di arbitraggio, dato che i flussi di cassa di un'opzione possono essere perfettamente riprodotti tramite un portafoglio di altri titoli quotati. L'assenza di opportunità di arbitraggio richiede che il valore dell'opzione sia uguale al valore del portafoglio che replica i flussi di cassa generati dall'opzione, una condizione indipendente dalle preferenze dei singoli investitori riguardo al rischio. Poiché tali preferenze non influenzano il calcolo del prezzo delle opzioni, si potrebbe ipotizzare, per esempio, che gli investitori siano neutrali rispetto al rischio, cosa che facilita il calcolo del prezzo. Questo metodo è talvolta definito calcolo del prezzo nell'ipotesi di neutralità al rischio (*risk-neutral pricing*).

Sebbene il modello di Black e Scholes sia comunemente utilizzato per il calcolo del prezzo delle opzioni e della variabilità implicita, è noto che molte delle assunzioni alla base del modello non trovano riscontro nella realtà. In particolare, l'ipotesi che i rendimenti dell'attività abbiano una distribuzione di probabilità normale con volatilità costante può essere respinta per la maggior parte delle attività esistenti. In effetti, la volatilità tende a variare nel tempo e le distribuzioni dei rendimenti hanno generalmente code più spesse di quelle di una distribuzione normale (vale a dire, le oscillazioni di prezzo estreme sono più frequenti di quanto prevederebbe una distribuzione normale). In molti casi la distribuzione è anche asimmetrica; ciò implica che ampie variazioni di prezzo si verificano con maggiore frequenza in una direzione piuttosto che nell'altra, come illustrato nella figura sottostante. Questa mostra due ipotetiche distribuzioni dei rendimenti con medie e varianze identiche, dove tuttavia la prima appare simmetrica, mentre la seconda presenta un'asimmetria di segno positivo. L'asimmetria positiva in questa distribuzione è evidente dal fatto che i valori situati verso l'estremità della coda di destra (vale a dire valori positivi elevati) sono più probabili di quelli situati verso l'estremità della coda di sinistra. Nel caso di distribuzione simmetrica, invece, le probabilità di deviazioni positive e negative dalla media di ampiezza uguale sono identiche.

Chiaramente, queste discrepanze rispetto alle ipotesi del modello influenzano i prezzi delle opzioni, ed è pertanto necessario tenere a mente questi motivi di cautela quando si ricavano informazioni dai prezzi delle opzioni osservati sul mercato. In particolare, stimando l'intera distribuzione implicita del prezzo dell'attività sottostante alla data di scadenza, piuttosto che la sola volatilità implicita, si possono incorporare molti degli aspetti associati alle divergenze rispetto alle ipotesi standard (per ulteriori dettagli cfr. l'appendice alla fine di questo articolo).

### Distribuzione simmetrica e distribuzione con curtosi positiva



Nota: media e varianza delle due distribuzioni sono identiche.

Di conseguenza, le informazioni contenute nei prezzi delle attività finanziarie devono essere interpretate usando vari modelli, spesso in combinazione con ipotesi a priori sui legami tra variabili finanziarie e andamento economico. Inoltre, i prezzi delle attività possono essere temporaneamente influenzati da fattori non legati agli andamenti

di fondo dell'economia, che riflettono, per esempio, caratteristiche istituzionali del mercato o temporanei squilibri tra diversi tipi di operatori del mercato. Per questa ragione, anche questi fattori devono sempre essere tenuti in considerazione al fine di permettere un'adeguata valutazione delle aspettative del mercato.

## 2 Gli indicatori basati sui titoli a lungo termine a reddito fisso

I prezzi dei titoli a lungo termine a reddito fisso come i titoli di Stato possono essere utilizzati per desumere le aspettative di mercato circa l'evoluzione futura dell'attività economica e dell'inflazione. Inoltre, i prezzi dei derivati su tali titoli possono, in certa misura, fornire informazioni sul grado di incertezza associato a tali previsioni. Le sezioni seguenti si concentrano su questi due aspetti.

### **Come si ricavano le aspettative riguardo all'attività economica e all'inflazione**

In generale, il rendimento nominale di un titolo di Stato può essere scomposto in tre elementi: il tasso di interesse reale atteso richiesto dagli investitori per la detenzione dell'obbligazione fino a scadenza, il compenso per il tasso di inflazione previsto durante la vita del titolo e una componente associata a vari premi per il rischio. Il tasso di interesse reale a lungo termine, a sua volta, è generalmente ritenuto legato alle attese sulla crescita futura dell'economia. Le variazioni dei rendimenti delle obbligazioni a lungo termine nel tempo potrebbero pertanto, in linea di principio, essere interpretate in termini di aspettative sulle variazioni dell'attività economica, di inflazione attesa, di premi per il rischio o di una combinazione di questi fattori. Poiché i prezzi delle obbligazioni sono aggiornati continuamente, essi possono offrire indicazioni tempestive sulle aspettative dei mercati che riflettono le più recenti informazioni ad essi disponibili.

Per quanto concerne le previsioni sull'attività economica futura, l'inclinazione della curva dei rendimenti è tradizionalmente considerata un indicatore utile. Normalmente si ritiene che un aumento della pendenza positiva della curva indichi aspettative di un'accelerazione dell'attività

economica, mentre si ritiene che un appiattimento o addirittura un'inversione della pendenza rifletta aspettative di un suo rallentamento. Ci sono varie ragioni possibili che spiegano perché possa esservi un legame tra l'inclinazione della curva dei rendimenti e le aspettative sulla crescita reale futura. Per esempio, se gli operatori privati ritengono che in futuro si verificherà un indebolimento dell'attività economica reale, essi tenderanno a incrementare la loro domanda di titoli a lungo termine con l'attesa che i flussi di cassa da essi generati compenseranno le perdite in termini di reddito quando le condizioni economiche saranno peggiorate. Questo tenderà a condurre verso l'alto il prezzo dei titoli a lungo termine rispetto a quelli a breve termine, o, equivalentemente, a determinare un calo del rendimento dei primi rispetto a quello dei secondi, con un conseguente appiattimento della curva. Analogamente, quando gli operatori privati prevedono un miglioramento delle condizioni economiche nel futuro, essi possono consumare di più e risparmiare meno, diminuendo pertanto la loro domanda di titoli a lungo termine, cosicché la curva dei rendimenti tenderà a diventare più ripida.

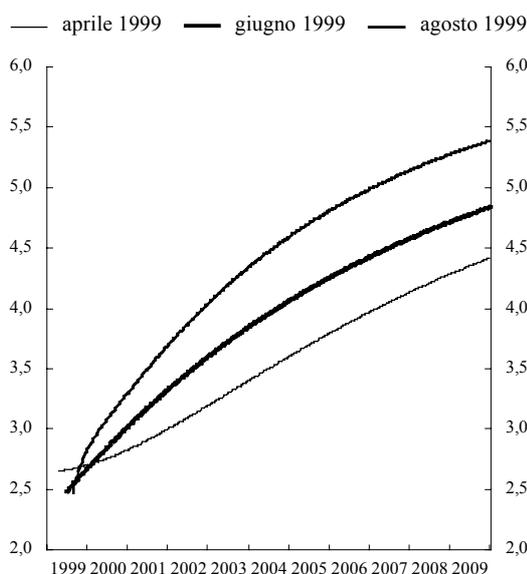
Una spiegazione alternativa è che quando i mercati si aspettano una crescita nominale più elevata, probabilmente si attendono anche che la banca centrale reagisca aumentando i tassi di interesse a breve termine nel futuro al fine di contenere le tendenze inflazionistiche. Ciò si rifletterebbe in maggiori tassi di interesse a lungo termine oggi, poiché questi ultimi possono essere visti come media dei tassi di interesse a breve termine maggiorati dei premi per il rischio. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti tenderebbe a essere positivamente correlata con le variazioni del prodotto reale attese per il futuro.

Al fine di illustrare come l'inclinazione della curva dei rendimenti possa cambiare in modo relativamente rapido quando le aspettative sull'attività economica futura vengono riviste, la figura 1 mostra le curve dei rendimenti stimate per i titoli a cedola zero (*zero-coupon*) dell'area dell'euro in corrispondenza di tre momenti collocati a intervalli regolari durante la primavera e l'estate del 1999. L'inclinazione relativamente modesta della curva dei rendimenti in aprile, in particolare per le scadenze più brevi, rifletteva le aspettative allora prevalenti che la ripresa economica, dopo il rallentamento iniziato alla fine del 1998, potesse necessitare di un tempo relativamente lungo per concretizzarsi. Tuttavia, successivamente questa percezione è stata rapidamente rivista nella direzione di una ripresa più forte e più rapida nell'area dell'euro, come indicato dal significativo aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti nei mesi seguenti.

Oltre ad avere un possibile valore segnaletico di un'accelerazione dell'attività economica, un aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti

**Figura 1**  
Curva dei tassi *zero-coupon* nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Reuters e stime BCE.

Nota: I tassi d'interesse zero-coupon sono stimati usando l'estensione di Svensson (1994) del metodo di Nelson e Siegel (1987), applicata ai dati relativi ai tassi di mercato monetario e a quelli swap dell'area dell'euro. Si veda C. R. Nelson e A. F. Siegel (1987), "Parsimonious modeling of yield curves", *Journal of Business*, 60, 473-489, e L. E. O. Svensson (1994), "Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-94", *IMF WP/94/114*, Washington, D.C.

potrebbe essere coerente anche con attese, da parte del mercato, di pressioni al rialzo sui prezzi. È pertanto ragionevole che parte dell'incremento dell'inclinazione della curva dei rendimenti osservato nella figura 1 possa essere stata associata alle attese del mercato di un'inflazione leggermente più elevata. In effetti, ciò non appare irragionevole, poiché le aspettative di inflazione incorporate nella curva dei rendimenti all'inizio del 1999 potrebbero essere state ridotte eccessivamente da una reazione troppo accentuata alla turbolenza finanziaria innescata dalle crisi dei mercati emergenti nella seconda metà del 1998. Questa reazione eccessiva potrebbe avere temporaneamente abbassato il livello dei rendimenti dei titoli a lungo termine.

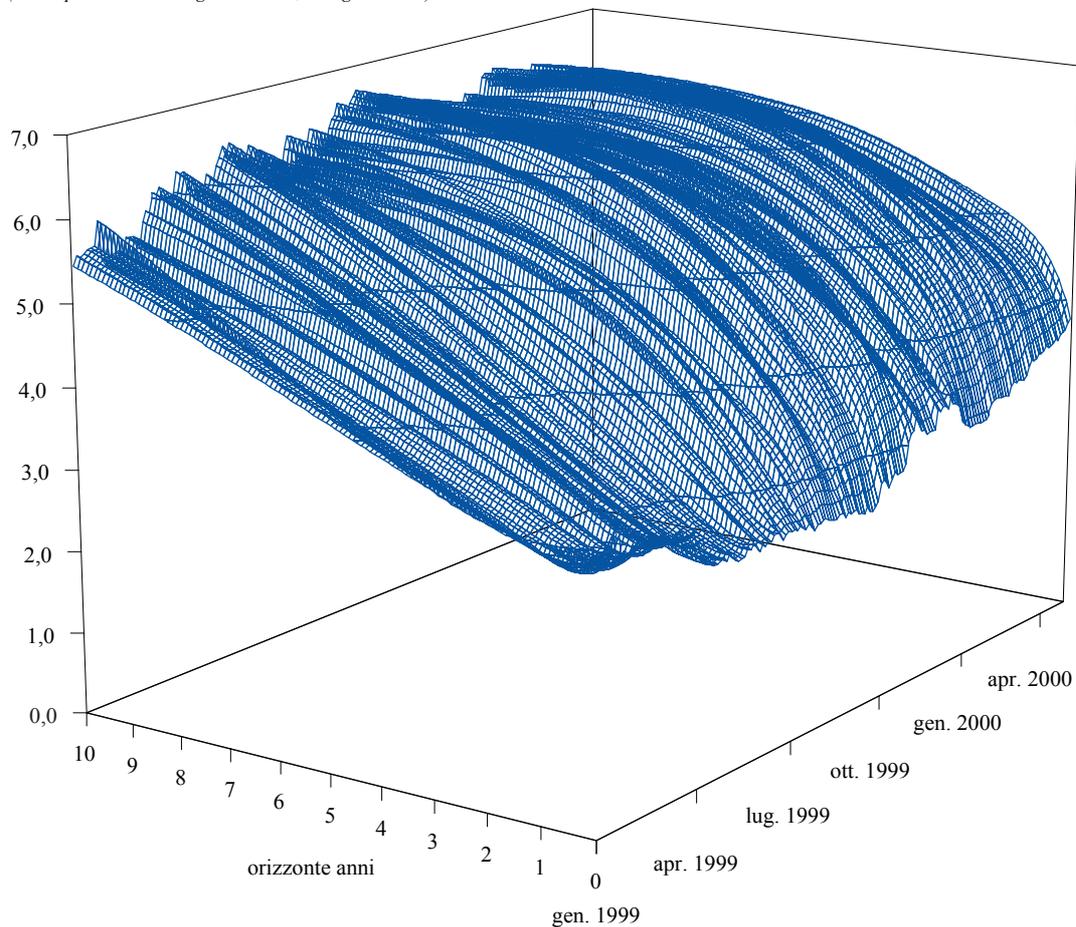
L'importanza relativa degli effetti sulla curva dei rendimenti delle aspettative sulla crescita economica e di quelle sull'inflazione può essere in certa misura distinta utilizzando altri indicatori. Un indicatore frequentemente utilizzato è la curva del tasso di interesse a termine implicito istantaneo, talvolta indicata come "curva del tasso di interesse overnight a termine implicito". Essa mostra i tassi di interesse a brevissimo termine (vale a dire, approssimativamente, i tassi overnight) relativi a vari orizzonti futuri, impliciti nella struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato (cfr. riquadro 4 a pagina 27 del numero di gennaio 1999 del Bollettino mensile). I tassi di interesse overnight impliciti possono essere interpretati come indicatori delle aspettative del mercato sui tassi di interesse a breve termine in differenti momenti nel tempo, sebbene si debba sempre tenere presente che essi risulterebbero uguali ai tassi di interesse attesi futuri solo in assenza di premi per il rischio. In altre parole, mentre la curva dei rendimenti *zero-coupon* potrebbe essere considerata una misura di medie attese dei tassi di interesse futuri a breve termine, la curva dei tassi di interesse overnight a termine impliciti può essere vista come una misura dell'andamento nel tempo dei futuri tassi di interesse a breve termine.

La figura 2 mostra le curve giornaliere dei tassi di interesse overnight a termine impliciti stimate per il periodo compreso tra l'inizio del 1999 e la fine di aprile 2000 per l'area dell'euro. Nella figura la data della stima, l'orizzonte considerato per

**Figura 2**

**Tassi d'interesse overnight a termine impliciti nei tassi swap nell'area dell'euro dall'inizio del 1999**

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



Fonti: Reuters e stime BCE.

Nota: I tassi d'interesse a termine impliciti sono stimati usando l'estensione di Svensson del metodo di Nelson e Siegel (1987), applicata ai dati relativi ai tassi del mercato monetario e a quelli swap dell'area dell'euro.

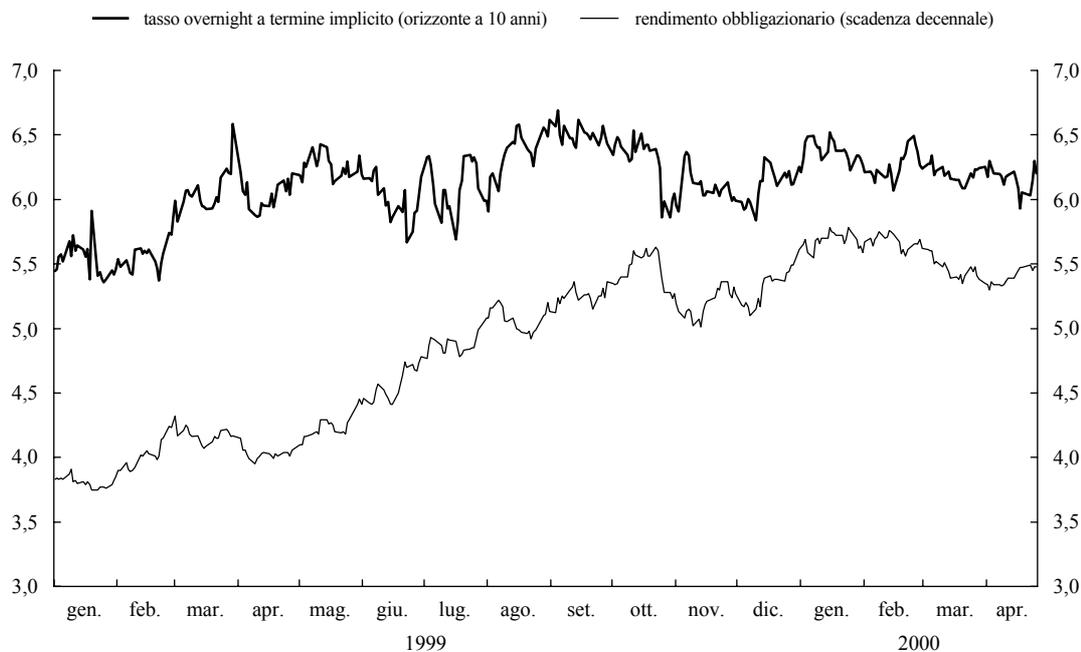
il tasso a termine e il livello del tasso di interesse overnight a termine implicito sono indicati su tre assi separati. È evidente che la forma della curva dei rendimenti a termine si è modificata significativamente dall'inizio del 1999. In particolare, la figura mostra che l'inclinazione della curva dei tassi overnight a termine impliciti è stata caratterizzata da una tendenza crescente per le scadenze brevi e medie, mentre i tassi per le scadenze più lontane si sono mantenuti stabili. Queste variazioni indicano che le aspettative del mercato riguardo all'evoluzione futura dei tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro, su orizzonti sia brevi sia medi, hanno subito variazioni significative durante questo periodo. Da questa prospettiva, sembra che il notevole incremento dei rendimenti dei titoli a lungo termine verificatosi dopo i primi mesi del

1999 (cfr. figura 3) potrebbe essere spiegato in larga misura da aspettative di tassi di interesse a breve termine più elevati su un orizzonte di breve-medio periodo.

I tassi di interesse impliciti sugli orizzonti più vicini sono utili, in primo luogo, nell'esame delle attese del mercato sulle variazioni dei tassi di interesse a breve termine, e pertanto forniscono informazioni sulle aspettative riguardanti la politica monetaria (cfr. sezione 3). I tassi di interesse overnight a termine impliciti su orizzonti lontani, per contro, forniscono informazioni riguardanti le aspettative a lungo termine sui tassi di interesse reali e sull'inflazione. Nell'ipotesi che i tassi di interesse reali attesi e i premi per il rischio su un orizzonte lontano siano sostanzialmente stabili, si può ritenere che i tassi di interesse a termine impliciti

**Figura 3****Tassi d'interesse overnight a termine impliciti sull'orizzonte a 10 anni e rendimento dei titoli di Stato a 10 anni per l'area dell'euro**

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



Fonti: Reuters e stime BCE.

Note: I tassi d'interesse a termine impliciti sono stimati usando l'estensione di Svensson del metodo di Nelson e Siegel (1987), applicata ai dati relativi ai tassi di mercato monetario e a quelli swap dell'area dell'euro.

calcolati su orizzonti lunghi riflettano principalmente le attese sull'inflazione che si realizzerà a distanza di alcuni anni, vale a dire dopo che gli effetti degli shock inflattivi di breve termine siano venuti meno. Per questa ragione, i tassi di interesse overnight a termine impliciti riferiti a orizzonti temporali molto lunghi sono spesso considerati un indicatore della credibilità di una banca centrale, quale essa è percepita dal mercato, in termini del mantenimento della stabilità dei prezzi nel lungo periodo. A questo proposito, è da notare che nel caso dell'area dell'euro il tasso di interesse overnight a termine implicito per l'orizzonte temporale di dieci anni è relativamente stabile dall'inizio del 1999 (cfr. figura 3). Questo sembrerebbe suggerire che il grado di fiducia del mercato riguardo al mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro nel medio e lungo termine si è mantenuto relativamente stabile dall'introduzione della moneta unica europea.

Un altro utile indicatore, che può aiutare a distinguere le attese di lungo termine riguardo

all'attività reale da quelle sull'inflazione, può essere ottenuto dal confronto tra i rendimenti dei titoli non indicizzati e quelli dei titoli indicizzati. In particolare, il differenziale di rendimento tra un titolo indicizzato e uno non indicizzato con uguale scadenza è definito tasso di inflazione "di pareggio" (*break-even inflation rate*; cfr. riquadro 2 alle pagg. 16 e 17 del numero di febbraio 1999 del Bollettino mensile). In assenza di premi per il rischio, il tasso di inflazione di pareggio è uguale al tasso d'inflazione medio atteso durante la vita dei titoli da cui esso viene derivato. Tuttavia, poiché è probabile che i rendimenti di questi ultimi includano diverse componenti di premio, in particolare premi di liquidità e premi per il rischio relativi alle incertezze sull'inflazione, dovrebbe essere utilizzata una certa cautela nell'interpretazione del livello del tasso di inflazione di pareggio. Per questa ragione, potrebbe avere più senso concentrarsi sulle variazioni del tasso di inflazione di pareggio piuttosto che sul livello, benché non si debba dimenticare che ciò presuppone premi costanti nel tempo.

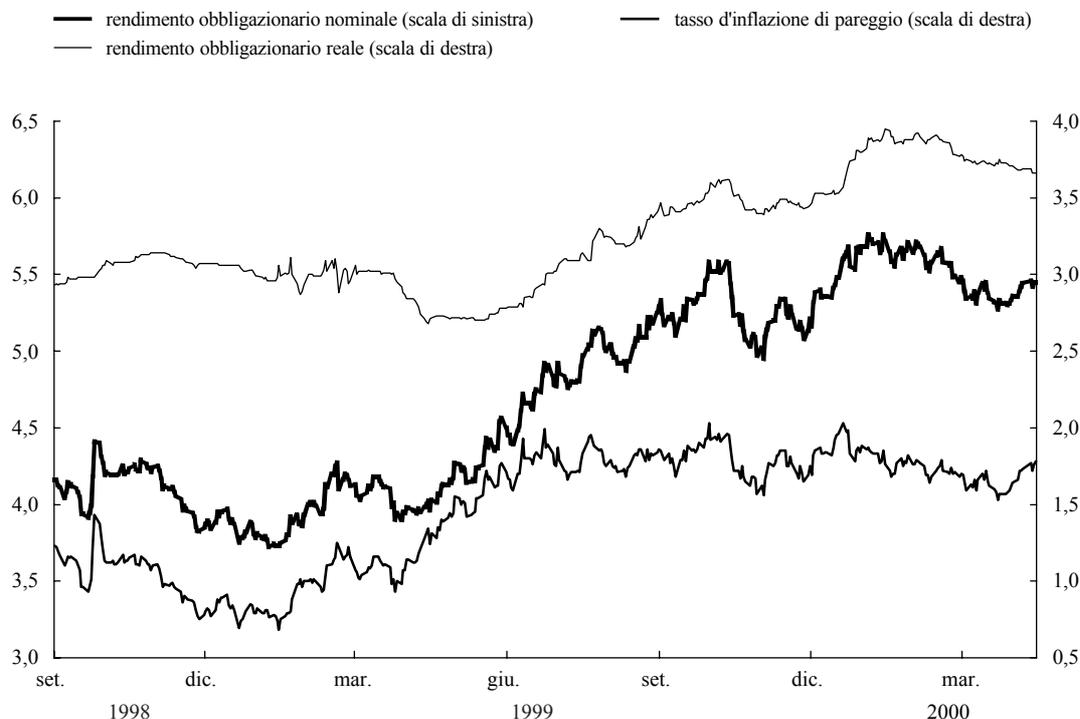
Nell'area dell'euro, solo il Ministero del Tesoro francese ha emesso titoli del debito pubblico indicizzati con scadenze a 10 e a 30 anni. Il tasso d'inflazione di pareggio calcolato sulla base di questi titoli si riferisce a una specifica misura dell'IPC francese (vale a dire l'Indice dei prezzi al consumo escluso il tabacco) e non all'Indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro (IAPC), utilizzato dall'Eurosistema nella definizione della stabilità dei prezzi. Ciò nonostante, in assenza di analoghi strumenti basati sullo IAPC dell'intera area dell'euro, l'andamento del tasso d'inflazione di pareggio calcolato sui titoli indicizzati e non indicizzati francesi è frequentemente utilizzato come indicatore delle variazioni delle aspettative dei mercati finanziari sul tasso di inflazione nel lungo termine per l'area dell'euro nel suo complesso. Come tale, il tasso di inflazione di pareggio costituisce un utile indicatore delle aspettative del mercato, in particolare a complemento delle informazioni provenienti da altre misure dell'inflazione attesa.

L'incremento dei rendimenti nominali verificatosi nell'area dell'euro durante buona parte della primavera 1999 ha coinciso con un incremento del tasso di inflazione di pareggio francese (cfr. figura 4). Questo potrebbe essere stato il risultato di un aumento del tasso di inflazione atteso rispetto ai livelli molto bassi osservati all'inizio del 1999, dovuti alla già citata eccessiva reazione alla turbolenza finanziaria associata alle crisi dei mercati emergenti del 1998. È da notare che dalla metà del 1999 circa il tasso di inflazione di pareggio si è mantenuto in una fascia di oscillazione relativamente ristretta. Piuttosto, l'incremento dei rendimenti nominali verificatosi in quel periodo sembra essere stato generato da un significativo aumento del rendimento reale. Ciò suggerisce che, dopo la prima metà del 1999, gli incrementi osservati nei rendimenti nominali siano stati determinati dal miglioramento delle aspettative del mercato sull'attività economica futura, piuttosto che da

**Figura 4**

**Tasso d'inflazione "di pareggio" calcolato con riferimento all'IPC francese**

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



Fonti: Ministero del Tesoro francese, ISMA e Reuters.

Nota: I rendimenti obbligazionari reali sono desunti dalle quotazioni dei titoli di Stato francesi indicizzati all'IPC francese (al netto dei prezzi del tabacco) con scadenza nel 2009. I rendimenti obbligazionari nominali sono desunti dalle quotazioni dei titoli di Stato francesi a tasso fisso ugualmente con scadenza nel 2009.

un aumento dell'inflazione attesa nel lungo termine. Da questo punto di vista l'evoluzione del tasso di inflazione di pareggio è coerente con l'andamento dei tassi di interesse istantanei a termine impliciti, e suggerisce che la credibilità della BCE riguardo al mantenimento della stabilità dei prezzi nel lungo periodo si è mantenuta solida e stabile.

### **La derivazione e l'interpretazione degli indicatori di incertezza**

Gli indicatori discussi nella sezione precedente forniscono informazioni sulle aspettative medie del mercato circa l'attività economica e l'inflazione o sulle loro variazioni nel tempo. Tuttavia, essi non forniscono indicazioni sul grado di incertezza che il mercato attribuisce a tali previsioni. Dato che le condizioni economiche si modificano nel tempo, sembra probabile che vari anche la percezione sull'incertezza del mercato riguardo alle proprie valutazioni sull'inflazione e sull'attività economica future. Inoltre, è possibile che altri aspetti dell'incertezza possano cambiare, come la percezione degli operatori del mercato riguardo alle caratteristiche di simmetria o di asimmetria dell'incertezza in una particolare direzione.

Come discusso nel riquadro 1, gli strumenti derivati contengono informazioni relative a vari

aspetti dell'incertezza. I differenziali di swap, per esempio, vengono considerati indicatori informativi a questo riguardo (cfr. riquadro 2). Inoltre, le opzioni su obbligazioni a lungo termine possono essere utili per ottenere un'indicazione sul grado di incertezza associato all'andamento futuro del loro rendimento. Poiché tale rendimento può essere scomposto in un tasso di interesse reale ex ante, un tasso di inflazione atteso di lungo termine e una componente relativa a vari premi, qualunque misura dell'incertezza ricavata dalle opzioni sui titoli obbligazionari rispecchierebbe l'incertezza gravante su tutte queste componenti. Tuttavia, non esiste un consenso su come si possa distinguere l'incertezza legata alle aspettative di inflazione da quella associata alle variazioni del tasso di interesse reale o alle variazioni dei premi per il rischio. Il fatto che le attese riguardanti tutte queste componenti influenzino il calcolo del prezzo dei derivati su obbligazioni a lungo termine rende particolarmente difficile ricavare dalle opzioni su obbligazioni a lungo termine le informazioni rilevanti sugli sviluppi futuri e darne un'interpretazione.

Per l'area dell'euro i contratti derivati sulle obbligazioni a lungo termine più liquidi (e dunque, presumibilmente, a più alto contenuto informativo) sono i contratti future sui Bund tedeschi a

## **Riquadro 2**

### **L'utilizzo dei differenziali di swap come indicatori**

Uno swap è un contratto in cui due parti concordano di scambiarsi pagamenti periodici per un periodo di tempo predefinito. Uno swap ordinario su tassi di interesse, per esempio, implica lo scambio di una serie di pagamenti corrispondenti a un tasso di interesse fisso (a lungo termine) prestabilito e calcolato su un capitale nominale, in contropartita di una serie di pagamenti corrispondenti a un tasso variabile a breve termine calcolato sullo stesso capitale nominale. Il capitale stesso, tuttavia, non è oggetto di scambio, e ciò significa che esso non va perduto se la controparte del contratto di swap risulta inadempiente. Gli swap sono contratti non standardizzati e sono generalmente scambiati fuori borsa, di norma tramite una banca o altre istituzioni finanziarie che agiscono da intermediari.

Il "differenziale di swap" è un indicatore che potenzialmente fornisce utili informazioni, tra l'altro, sulla probabilità di inadempienza. Tale differenziale è pari alla differenza tra il tasso fisso su un contratto di swap su tassi di interesse (d'ora in avanti, il "tasso swap") e il rendimento di un titolo di Stato comparabile in termini di tempo residuo alla scadenza. Ipotizzando che gli operatori dei mercati finanziari che stipulano un contratto di *swap* siano neutrali nei confronti del rischio e abbiano lo stesso grado di solvibilità, il tasso di interesse fisso *swap* è pari al tasso che uguaglia il valore attuale dei flussi di cassa attesi calcolati a tasso variabile con il valore attuale dei flussi di cassa calcolati al tasso fisso. Di conseguenza si può dimostrare che

fattori come l'inclinazione della curva dei rendimenti e le variazioni attese del differenziale futuro tra il tasso di interesse a breve termine del mercato monetario utilizzato nel contratto di *swap* e il corrispondente tasso di interesse sulle attività esenti da rischi influenzeranno il tasso *swap* e, pertanto, il differenziale di *swap*.

In assenza delle ipotesi di neutralità degli operatori nei confronti del rischio e di identica solvibilità, il tasso *swap* e, di conseguenza, il relativo differenziale, sarebbero verosimilmente influenzati da fattori connessi al rischio di inadempienza. In linea di principio si può prevedere che il differenziale di *swap* di mercato possa variare, tra l'altro, in funzione delle variazioni delle probabilità aggregate di inadempienza percepite dal mercato. In altri termini, quando il mercato percepisce un aumento della probabilità che un'impresa possa non adempiere alle proprie obbligazioni, il differenziale di *swap* tenderà ad allargarsi, a parità di altre condizioni. Poiché la probabilità di inadempienza aumenta tipicamente prima o durante una recessione, il differenziale di *swap* può fornire informazioni anche circa il modificarsi delle aspettative sull'attività economica futura. Inoltre, è possibile che il differenziale sia talvolta influenzato dalle variazioni nella percezione del rischio di liquidità, mentre variazioni temporanee possono essere indotte anche da oscillazioni dell'offerta e della domanda di obbligazioni societarie e di titoli di Stato.

### Differenziale di swap a 10 anni nell'area dell'euro

(punti base; dati giornalieri)



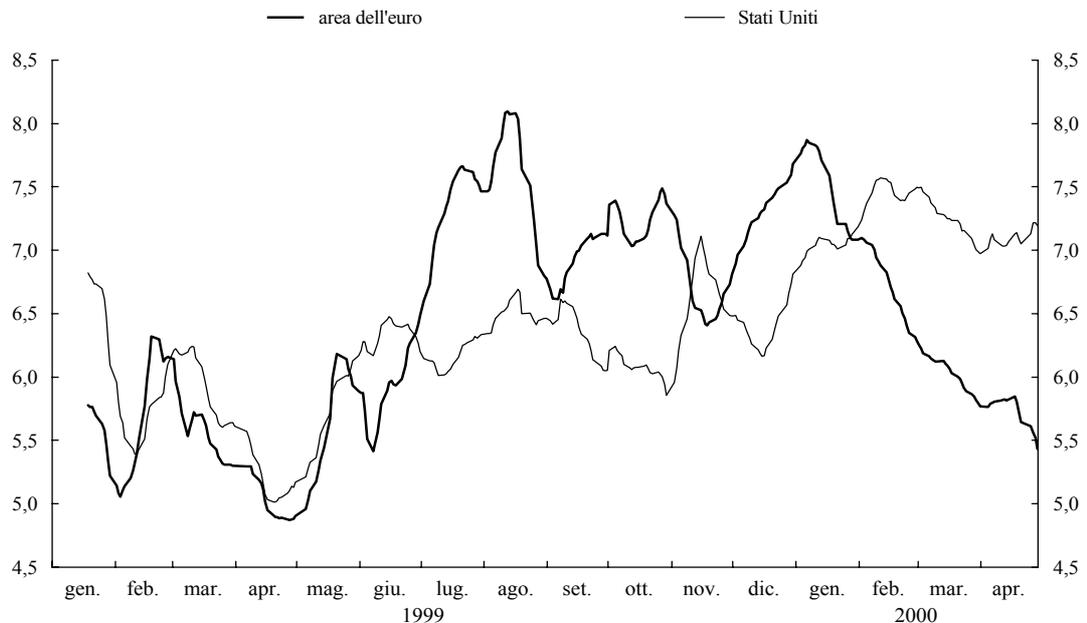
Fonte: Bloomberg.

Nota: Il differenziale di swap è definito come la differenza tra il tasso fisso di un contratto di swap sul tasso a 10 anni e il rendimento di un titolo di Stato con una vita residua comparabile.

L'effetto delle crisi dei mercati emergenti dell'estate 1998 e la successiva fase di turbolenza finanziaria sono chiaramente evidenziati dal brusco incremento del differenziale di swap nell'area dell'euro, successivamente venuto meno in maniera graduale verso la fine dell'anno e all'inizio del 1999 (cfr. figura precedente). Durante la seconda metà del 1999 il differenziale di swap ha di nuovo registrato una tendenza crescente, quando le preoccupazioni relative al cambio di data del millennio hanno iniziato a influenzare il mercato. Questo è stato, tuttavia, solo un fenomeno di breve durata.

**Figura 5****Volatilità implicita derivata dalle opzioni sui contratti future sul Bund tedesco decennale e sui titoli del Tesoro statunitense con la stessa scadenza**

(valori percentuali in ragione d'anno, media mobile a dieci giorni di dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

Nota: Le serie si riferiscono alla volatilità implicita derivata dalle opzioni sul generico contratto più vicino a scadenza, purché con vita residua superiore a 20 giorni, come definito da Bloomberg. Questo significa che 20 giorni prima della scadenza dei contratti, il contratto di riferimento da cui viene desunta la volatilità muta dal più prossimo alla scadenza a quello immediatamente successivo.

dieci anni e le relative opzioni. Una valida misura dell'incertezza complessiva circa le future variazioni del prezzo dei Bund è la volatilità implicita; date adeguate ipotesi, questa fornisce una misura della volatilità attesa per il titolo sottostante nell'orizzonte corrispondente alla durata dell'opzione (cfr. riquadro 1). La figura 5 mostra l'evoluzione della volatilità implicita nelle opzioni sui Bund a dieci anni, confrontata con quella implicita nelle opzioni sui titoli pubblici a dieci anni emessi negli Stati Uniti.

Dall'inizio del 1999 la volatilità implicita derivata dalle opzioni sui Bund tedeschi ha registrato variazioni significative. Mentre durante i primi mesi del 1999 la variabilità implicita nelle opzioni sul Bund ha rispecchiato l'andamento della corrispondente misura sui titoli statunitensi, il suo andamento si è differenziato da quello della misura per gli Stati Uniti, e ha iniziato ad aumentare nella prima parte dell'estate. Questo aumento dell'incertezza ha coinciso con l'incremento dei rendimenti nominali delle obbligazioni

dell'area dell'euro, che, come già detto, appariva legato all'incremento dei tassi di interesse reali a lungo termine come conseguenza del miglioramento delle previsioni economiche. Appare pertanto plausibile che una parte sostanziale dell'incremento dell'incertezza sull'andamento del rendimento futuro dei titoli obbligazionari osservato in quel momento fosse attribuibile all'aumento dell'incertezza sui rendimenti reali futuri, tenuto conto che l'intensità e la sostenibilità della ripresa economica potrebbero essere risultate particolarmente incerte intorno al punto di svolta del ciclo. Tuttavia, parte dell'incremento della volatilità implicita può essere stato legato anche a un certo aumento dell'incertezza sull'inflazione futura e/o sui premi per il rischio, legato a una maggiore incertezza degli operatori riguardo all'impatto della ripresa economica sulle pressioni sui prezzi.

Una notevole diminuzione della volatilità attesa si è verificata in corrispondenza dell'incremento dei tassi di interesse della BCE avvenuto il 4

novembre 1999. Questo calo può essere considerato un'indicazione di una riduzione dell'incertezza riguardante sia le future pressioni sui prezzi sia i premi per il rischio di inflazione, come conseguenza della stretta di politica monetaria. Tuttavia, come può essere osservato nella figura 5, la riduzione della volatilità attesa implicita nelle opzioni sui Bund ha avuto durata relativamente breve, in quanto questa misura ha ripreso ad aumentare a metà novembre. Tale tendenza è continuata fino al termine del 1999, momento in cui la volatilità ha iniziato a diminuire di nuovo. Tra i fattori che sembrano avere contribuito al calo della volatilità implicita all'inizio del 2000 vi sono la scomparsa dell'incertezza relativa al cambio di data di fine secolo e, in misura più rilevante, l'intensificarsi delle attese di un ulteriore innalzamento dei tassi di interesse da parte della BCE e gli effettivi aumenti dei tassi attuati il 3 febbraio, il 16 marzo 2000 e il 27 aprile 2000.

Come menzionato nel riquadro 1, le informazioni desunte dai prezzi delle opzioni possono essere arricchite stimando l'intera distribuzione di probabilità dei prezzi delle attività finanziarie. In particolare, i prezzi osservati per opzioni sulla stessa attività sottostante e con identica scadenza, ma con una gamma di prezzi di esercizio differenti, possono essere usati per ottenere una misura della "distribuzione di probabilità implicita, calcolata nell'ipotesi di neutralità al rischio". Questa riflette ciò che gli operatori di mercato percepirebbero come distribuzione di probabilità per il prezzo del titolo sottostante al momento

della scadenza, se essi fossero neutrali nei confronti del rischio. In effetti, poiché la distribuzione di probabilità implicita è indipendente dal rischio, la media della distribuzione corrisponde al prezzo a termine per l'orizzonte temporale rilevante. Tuttavia, dato che gli investitori sono generalmente avversi al rischio, è probabile che la distribuzione di probabilità implicita nell'ipotesi di neutralità al rischio sia in certa misura differente dalla "vera" percezione della distribuzione di probabilità da parte del mercato.

Ciò nonostante, ipotizzando che i premi per il rischio influenzino soprattutto la media della distribuzione, la distribuzione di probabilità nell'ipotesi di neutralità al rischio dovrebbe fornire utili indicazioni su altri aspetti della distribuzione, come la dispersione dell'incertezza e le eventuali asimmetrie nella forma della distribuzione stessa. Come già rilevato, è abbastanza plausibile che gli operatori del mercato possano di tanto in tanto ritenere che l'incertezza sia asimmetrica in una direzione o nell'altra, piuttosto che perfettamente simmetrica. Nel caso dei mercati dei titoli obbligazionari, le stime delle distribuzioni di probabilità implicite ricavate dalle opzioni sui future dei Bund nell'ipotesi di neutralità al rischio possono essere utilizzate per analizzare questi aspetti relativi alla percezione dell'incertezza da parte del mercato. A titolo di esempio, il riquadro 3 mostra come la distribuzione di probabilità implicita relativa al contratto future sul Bund sia cambiata in corrispondenza dell'aumento del tasso di interesse della BCE nel novembre 1999.

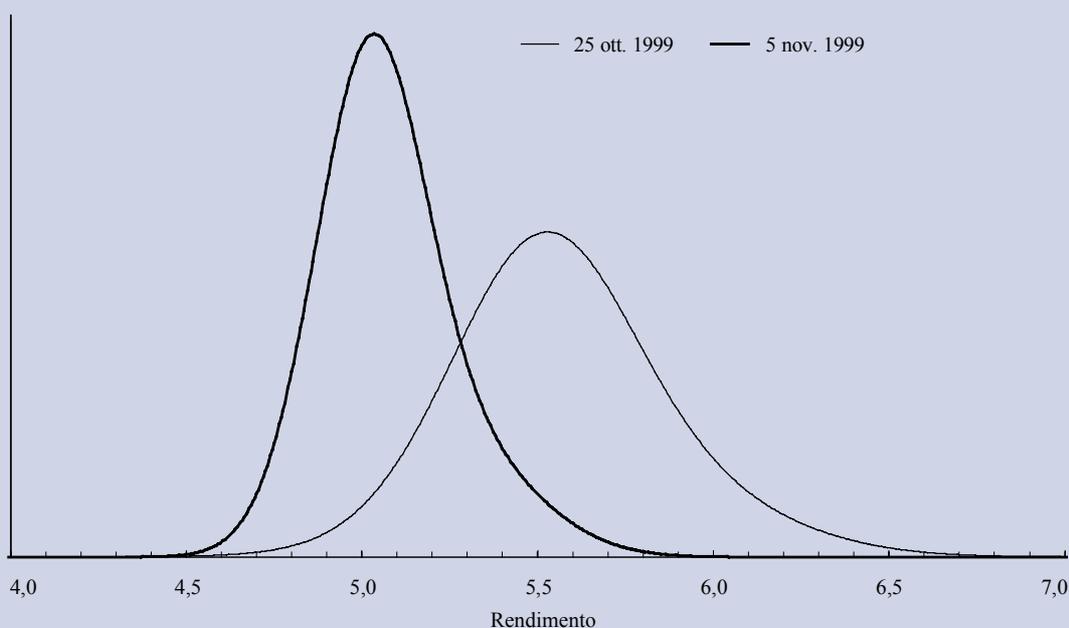
### **Riquadro 3**

#### **Le distribuzioni di probabilità nell'ipotesi di neutralità al rischio implicite nelle opzioni sui future dei Bund in prossimità dell'aumento dei tassi di interesse della BCE del novembre 1999**

Un interessante episodio che ha visto una rapida variazione delle percezioni del mercato si è verificato nel periodo immediatamente precedente e immediatamente successivo all'aumento del tasso di interesse da parte della BCE all'inizio di novembre 1999. Come si può osservare nella figura 3, i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine hanno mostrato una tendenza crescente dalla primavera del 1999 fino alla fine di ottobre. Le distribuzioni di probabilità nell'ipotesi di neutralità al rischio implicite nei contratti future dei Bund a dieci anni del dicembre 1999, in base ai prezzi delle opzioni prevalenti il 25 ottobre 1999, vale a dire una settimana e mezzo prima dell'annuncio della decisione sui tassi di interesse, mostravano un grado relativamente elevato di dispersione (cfr. la figura sottostante), indicando che in quel momento si percepiva un livello di incertezza elevato.

Il 4 novembre 1999 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato la decisione di aumentare i tassi di interesse di 50 punti base. Come dimostrato dalla distribuzione di probabilità implicita (nell'ipotesi di neutralità al rischio) per il 5 novembre, l'incertezza del mercato relativamente all'andamento futuro dei prezzi dei titoli si è ridotta in misura considerevole nei giorni successivi, mentre i rendimenti delle obbligazioni calavano in misura significativa. Il calo dei rendimenti può avere rispecchiato le previsioni di minore inflazione e una riduzione dei premi per rischio di inflazione in conseguenza della stretta di politica monetaria. Inoltre, la minore incertezza circa l'andamento futuro dei rendimenti obbligazionari a lungo termine può indicare una diminuzione di quella sulle future variazioni delle attese di inflazione, se la decisione del Consiglio direttivo della BCE è stata interpretata come una misura stabilizzatrice di tali attese. In questo caso, anche la probabilità che si verificassero ampie variazioni nei premi per il rischio di inflazione nel periodo successivo si sarebbe dovuta ridurre, contribuendo così ulteriormente al calo dell'incertezza sul rendimento futuro delle obbligazioni.

#### Distribuzioni di probabilità implicite, nell'ipotesi di neutralità nei confronti del rischio, per i futures sul Bund decennale (contratti del dicembre 1999)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni BCE.

Nota: Le distribuzioni di probabilità implicite, nell'ipotesi di neutralità al rischio, sono state inizialmente calcolate per i prezzi dei future anziché per i rendimenti. I risultati sono stati successivamente trasformati in probabilità riguardanti il rendimento a scadenza del Bund usando un'approssimazione che tiene conto della durata finanziaria e della convessità del titolo che risulta meno costoso consegnare (cheapest to deliver) nel giorno della stima (cioè quando si osservano i prezzi delle opzioni).

Un altro aspetto interessante della distribuzione di probabilità implicita per il 5 novembre, nell'ipotesi di neutralità al rischio, riguarda la sua notevole asimmetria verso destra rispetto alla distribuzione relativa al 25 ottobre, ad indicare che nelle percezioni del mercato la probabilità che potessero verificarsi ampi incrementi dei rendimenti dei titoli obbligazionari era maggiore rispetto a quella attribuita a decrementi della stessa ampiezza. Questo fenomeno potrebbe essere spiegato dal fatto che, a seguito del sostanziale calo dei rendimenti a lungo termine avvenuto nel giro di pochi giorni, la probabilità che si verificasse una loro ulteriore significativa riduzione potrebbe essere stata percepita come relativamente limitata. In altri termini, l'asimmetria positiva della distribuzione implicita suggerisce che gli operatori di mercato ritenessero più probabile l'eventualità di poter essere sorpresi da una crescita futura dei rendimenti delle obbligazioni superiore a quella attesa piuttosto che da una inferiore.

### 3 Indicatori basati sui tassi di interesse a breve termine del mercato monetario

Come menzionato in precedenza, i prezzi sul mercato finanziario possono fornire utili informazioni anche riguardo alle aspettative del mercato sui futuri tassi di interesse a breve termine e all'incertezza relativa a tali attese. Poiché i tassi di interesse su orizzonti molto brevi sono in larga misura influenzati dalla banca centrale, i prezzi sui mercati finanziari forniscono, anche indirettamente, indicazioni sulla percezione degli operatori riguardo ai futuri cambiamenti nella politica monetaria della banca centrale.

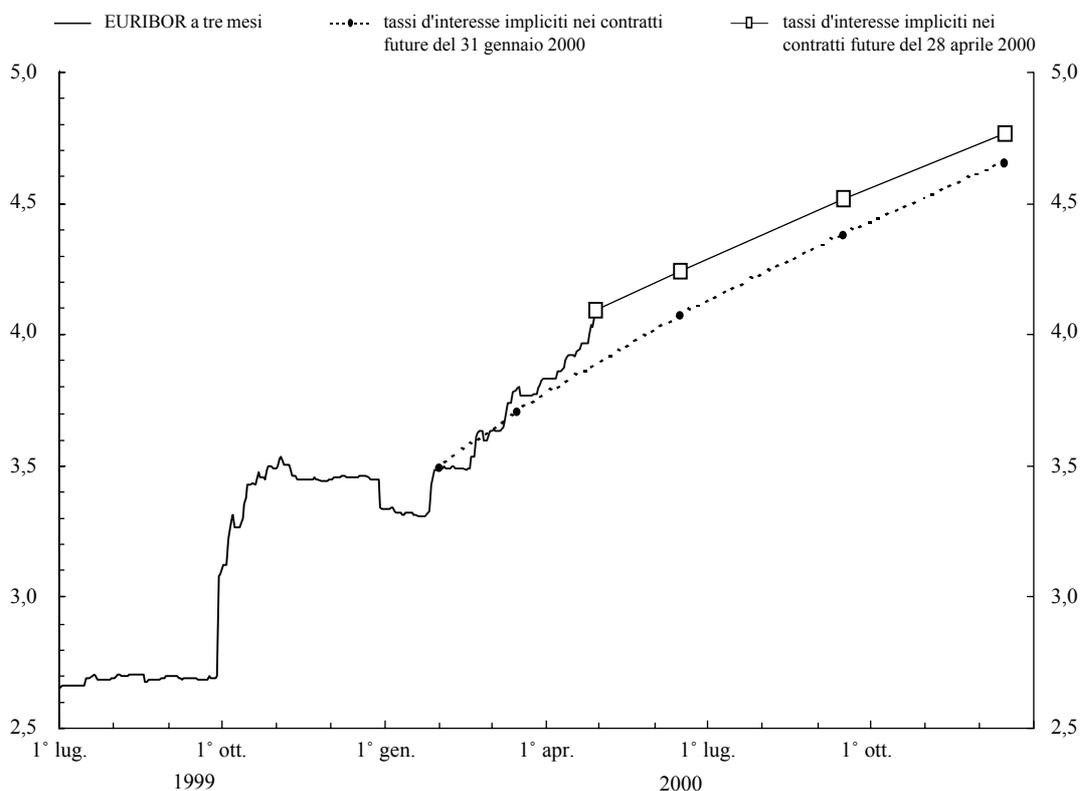
#### Le aspettative del mercato sui futuri tassi di interesse a breve termine

Informazioni sulle attese del mercato riguardo all'evoluzione dei tassi di interesse a breve termine possono essere ricavate dalla curva dei rendimenti del mercato monetario o dai contratti future sui tassi di interesse a breve termine. Per l'area dell'euro,

l'EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) costituisce un buon indicatore dell'andamento dei tassi di interesse a breve termine. Questi tassi sono calcolati su base giornaliera, per scadenze comprese tra una settimana e dodici mesi, come media dei tassi di interesse offerti da un insieme di banche attivamente impegnate sul mercato interbancario in euro. La struttura per scadenza dei tassi di interesse EURIBOR può essere utilizzata per desumere informazioni riguardanti le aspettative del mercato sull'andamento futuro dei tassi di interesse a breve termine. Simili indicazioni possono essere ricavate da contratti future sui tassi EURIBOR a tre mesi, che sono quotati su numerosi mercati borsistici per un'ampia gamma di scadenze. L'elevata liquidità di alcuni di questi mercati comporta che i prezzi di questi strumenti dovrebbero rispecchiare in modo ragionevolmente accurato le informazioni disponibili sui mercati finanziari. Nella figura 6 la linea che rappresenta l'evoluzione del tasso di interesse

**Figura 6**

**Tassi EURIBOR a tre mesi e tassi d'interesse impliciti nei contratti future**



Fonte: Bloomberg.

EURIBOR a tre mesi dalla metà del 1999 è stata allungata con i tassi di interesse impliciti nei contratti future con scadenza alla fine di marzo, giugno, settembre e dicembre 2000 quotati alla chiusura delle contrattazioni il 31 gennaio e il 28 aprile 2000.

Come sempre, devono essere utilizzate alcune cautele nell'interpretazione di questi indicatori, poiché le aspettative ricavate dai tassi di interesse impliciti nei contratti future sono probabilmente influenzate dai premi per il rischio di tasso di interesse prevalenti sui mercati finanziari. In particolare, gli effetti dei premi per il rischio potrebbero essere relativamente ampi nel caso di attese su orizzonti temporali più lunghi. Per questa ragione, è probabile che i tassi di interesse impliciti nei future con orizzonti temporali lunghi possano sovrastimare i tassi d'interesse spot futuri in misura maggiore rispetto ai quelli ottenuti da contratti future relativi a un orizzonte più breve.

#### Indicatori dell'incertezza del mercato

Le misure della volatilità attesa dei tassi di interesse futuri a breve e a lungo termine possono

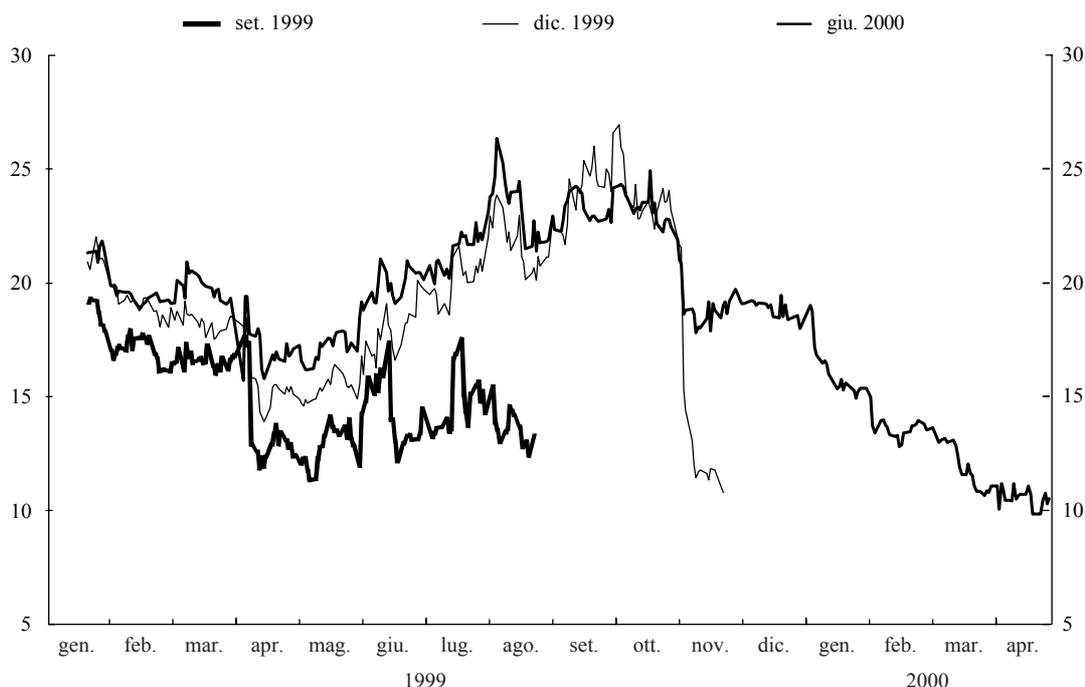
fornire a una banca centrale valide informazioni sulla dispersione delle aspettative di mercato o sull'incertezza riguardo all'andamento futuro dei tassi di interesse. Un'utile misura della volatilità prevista è costituita dalla volatilità implicita che, come discusso in precedenza, può essere ricavata dai prezzi delle opzioni osservati sul mercato. Nel caso di opzioni su tassi di interesse a breve termine, il mercato più liquido per i tassi di interesse nell'area dell'euro è quello delle opzioni sui future sull'EURIBOR a tre mesi, dove sono negoziati attivamente contratti per numerose scadenze e sono disponibili quotazioni giornaliere.

La figura 7 illustra l'andamento della volatilità attesa misurata sui contratti future in scadenza nei mesi di settembre 1999, dicembre 1999 e giugno 2000 nel periodo compreso tra gennaio 1999 e la fine di aprile 2000. Come si può notare, la volatilità implicita ha mostrato una tendenza al ribasso all'inizio del 1999 ed è calata in misura significativa a seguito dell'annuncio della decisione di abbassare i tassi di interesse della BCE nell'aprile 1999. L'incertezza sui tassi di interesse a breve termine ha iniziato a crescere a

**Figura 7**

#### Volatilità implicita nelle opzioni sul future del tasso EURIBOR a tre mesi

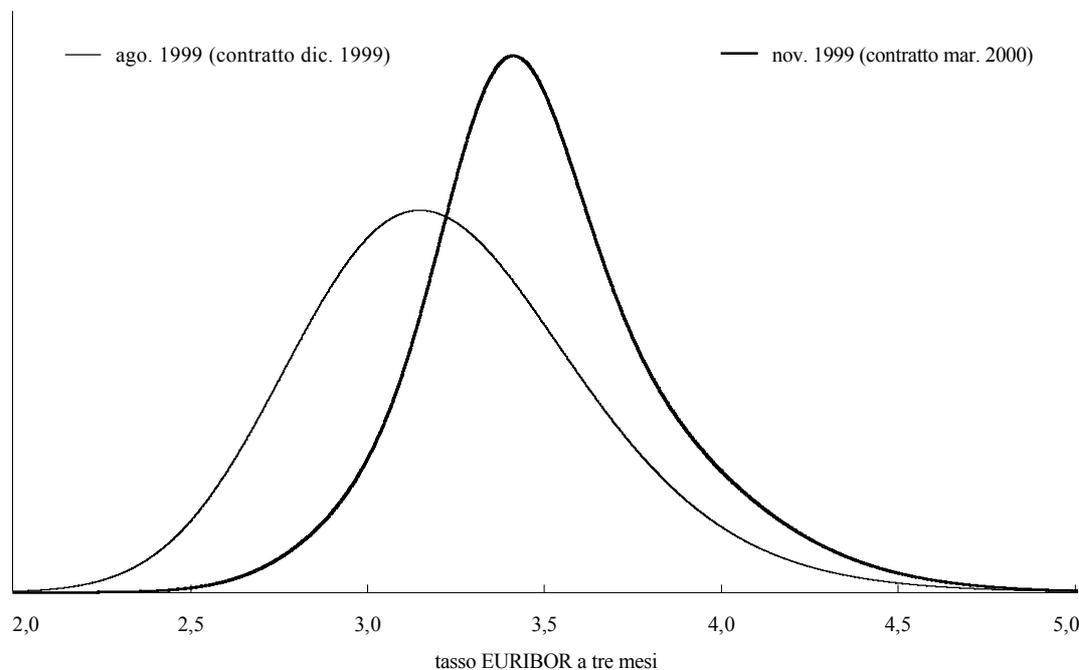
(opzioni scambiate al LIFFE)



Fonte: Bloomberg.

## Figura 8

Distribuzioni di probabilità implicite, nell'ipotesi di neutralità al rischio, per il tasso EURIBOR a tre mesi



Fonti: Reuters e stime BCE.

partire dall'estate 1999, ma si è nuovamente ridotta in misura significativa dopo la decisione del novembre 1999 di alzare i tassi di interesse della BCE. Da allora la volatilità implicita ha mostrato un andamento decrescente, indicando una graduale riduzione dell'incertezza sull'evoluzione dei tassi di interesse futuri a breve termine.

Come notato in precedenza, la volatilità implicita non è generalmente la stessa per contratti caratterizzati da differenti scadenze. In particolare, quella relativa alle opzioni sui tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro di solito tende a essere più elevata al crescere della distanza dalla scadenza dell'opzione. Tuttavia, mentre la volatilità implicita nei contratti con scadenza a giugno 2000 è rimasta a un livello superiore rispetto a quella relativa ai contratti con scadenza dicembre 1999 per la maggior parte dello scorso anno, alla fine del terzo trimestre del 1999 la volatilità implicita nei contratti con scadenza a dicembre 1999 è aumentata, portandosi a un livello superiore rispetto a quella dei contratti con scadenza giugno 2000. Questo

è stato probabilmente il risultato delle crescenti preoccupazioni del mercato riguardo alla transizione all'anno 2000 e del fatto che la scadenza di dicembre 1999 era quella maggiormente influenzata dall'incertezza riguardante i tempi di un mutamento nell'orientamento della politica monetaria della BCE. L'incremento dei tassi di interesse della BCE il 4 novembre 1999 ha condotto a una riduzione pronunciata della volatilità implicita nei contratti con scadenza dicembre 1999, scesa molto al di sotto del livello relativo alle opzioni con scadenza giugno 2000.

Come nel caso dei mercati obbligazionari, le distribuzioni di probabilità implicite, calcolate nell'ipotesi di neutralità al rischio, possono arricchire le informazioni che si ricavano dai mercati finanziari, permettendo l'esame di numerosi aspetti dell'incertezza percepita dal mercato. A titolo di esempio, la figura 8 confronta due distribuzioni di probabilità implicite, ottenute utilizzando opzioni su contratti future sul tasso EURIBOR a tre mesi con tempo residuo alla scadenza simile. La prima distribuzione di probabilità è stata stimata utilizzando i prezzi

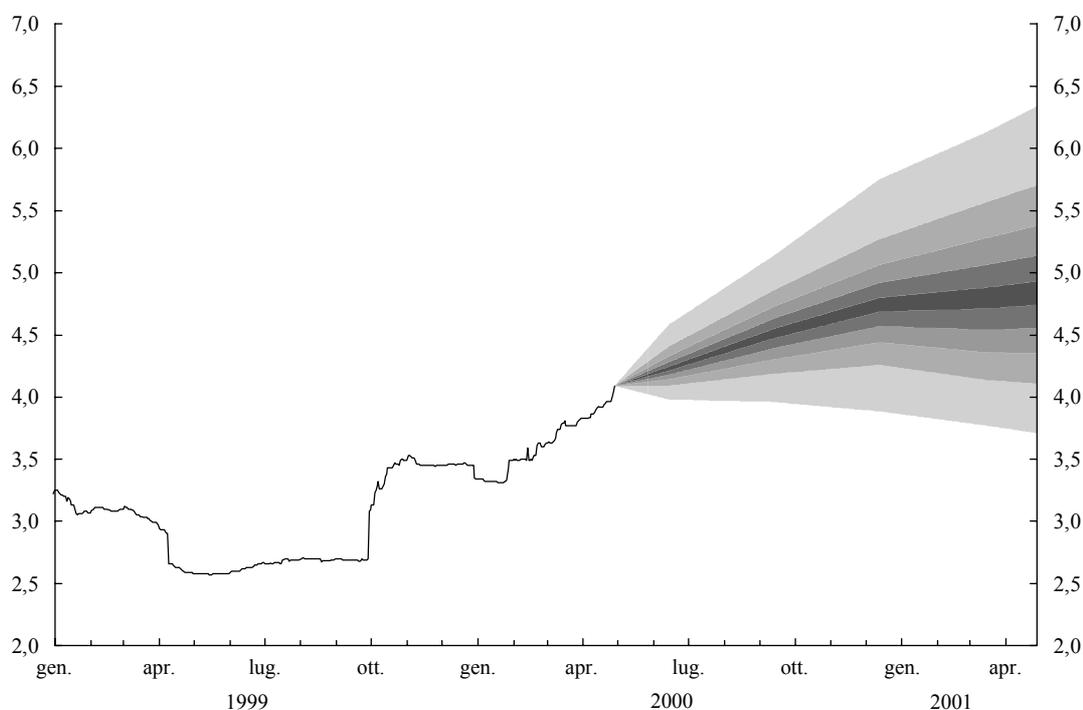
delle opzioni per i contratti con scadenza dicembre 1999, osservati attorno a metà agosto 1999, mentre la seconda corrisponde ai prezzi delle opzioni con scadenza marzo 2000, scambiate pochi giorni dopo l'aumento dei tassi di interesse della BCE deciso il 4 novembre 1999. La figura mostra che il grado di incertezza delle aspettative dei mercati finanziari è diminuito dopo l'aumento del tasso di interesse, mentre la media della distribuzione si è spostata a destra rispetto a tre mesi prima. Queste variazioni nella distribuzione di probabilità stimata nell'ipotesi di neutralità al rischio suggeriscono che, a seguito della decisione sul tasso di interesse, l'incertezza riguardante l'andamento futuro dei tassi di interesse a breve termine futuri è diminuita, mentre il livello previsto del tasso EURIBOR a tre mesi nei quattro mesi successivi, misurato dal tasso a termine, è salito. Tuttavia, l'asimmetria positiva registrata nel mese di novembre, leggermente meno pronunciata rispetto al mese di agosto 1999, indicava che la

probabilità percepita di osservare, alla scadenza delle opzioni, tassi di interesse maggiori di quelli attesi rispetto a quella di osservare tassi inferiori, era ritenuta minore dopo la decisione sul tasso di interesse.

Le informazioni fornite dalle distribuzioni di probabilità implicite derivate nell'ipotesi di neutralità al rischio per contratti con scadenze differenti possono essere illustrate in modo semplice e intuitivo con un "diagramma a ventaglio" che mostra l'andamento storico del tasso EURIBOR a tre mesi, insieme ai vari percentili del tasso EURIBOR futuro. Un diagramma di questo tipo compare nella figura 9, che mostra una serie temporale per il tasso EURIBOR a tre mesi nel periodo compreso tra l'inizio del 1999 e la fine di aprile 2000, e le fasce di confidenza corrispondenti alle probabilità implicite del 10, 30, 50, 70 e 90 per cento stimate tramite i prezzi delle opzioni osservati il 28 aprile. La fascia più ampia include un totale

**Figura 9**

**Tasso EURIBOR a tre mesi e intervalli di confidenza estratti dalla distribuzione di probabilità implicita, nell'ipotesi di neutralità al rischio, misurata il 28 aprile 2000**



Fonti: Reuters e stime BCE.

Nota: la linea continua mostra l'andamento del tasso EURIBOR a tre mesi dall'inizio del 1999 al 28 aprile 2000, mentre le bande di confidenza rappresentano i diversi percentili del futuro sul tasso EURIBOR a tre mesi, estratti dalla distribuzione di probabilità (nell'ipotesi di neutralità al rischio) implicita nei prezzi delle opzioni e del futuro stesso il 28 aprile 2000. La banda centrale più scura corrisponde al 10 per cento della massa di probabilità della distribuzione neutrale al rischio implicita. Ciascuna banda successiva incorpora ulteriori 20 punti percentuali, cosicché la massa compresa tra le due bande più esterne corrisponde al 90 per cento del totale.

del 90 per cento della massa di probabilità implicita. In altri termini, in base ai prezzi delle opzioni prevalenti, il mercato attribuiva una probabilità del 90 per cento all'eventualità che il tasso EURIBOR a tre mesi futuro sarebbe stato compreso all'interno di questa fascia di confidenza in corrispondenza delle diverse date future. La figura mostra una tendenza al rialzo dei tassi EURIBOR a tre mesi attesi, corrispondente ai prezzi dei contratti future rilevati il 28 aprile. Inoltre, le

fascie di confidenza diventano più ampie all'aumentare dell'orizzonte temporale, indicando una maggiore incertezza sui tassi futuri per date più lontane nel tempo. Infine, il fatto che le distribuzioni di probabilità implicite, calcolate nell'ipotesi di neutralità al rischio, siano caratterizzate da una lieve asimmetria positiva è segnalato dal fatto che le fasce di confidenza al di sopra della fascia centrale risultano leggermente più ampie di quelle al di sotto.

#### 4 Osservazioni conclusive

Gli indicatori del mercato finanziario possono fornire alle banche centrali informazioni tempestive sugli sviluppi futuri, sotto forma di aspettative del mercato su vari fattori di fondo che rilevano ai fini dell'attuazione della politica monetaria, quali l'inflazione futura e la crescita economica. A tale proposito è importante notare che i mercati finanziari anticipano le variazioni attese dei tassi di interesse ufficiali e ne tengono conto nel determinare il prezzo delle attività finanziarie. È pertanto sempre utile per le autorità monetarie analizzare anche queste attese del mercato sulle variazioni dei tassi di interesse a breve termine, al fine di stimare quali aspettative riguardo alla politica monetaria sottostanno alle attese dei mercati finanziari riguardo alla crescita economica e all'inflazione.

La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema assicura che le informazioni ricavabili dalle variabili finanziarie siano adeguatamente prese in considerazione nella conduzione della politica monetaria.

In particolare, l'Eurosistema ha scelto una strategia di politica monetaria basata su due pilastri, nella quale è attribuito un ruolo di primo piano all'analisi del contenuto informativo degli aggregati monetari, e viene presa in considerazione un'ampia gamma di altri indicatori per valutare i rischi per la stabilità dei prezzi. I prezzi delle attività finanziarie assumono un ruolo importante nell'ambito del secondo pilastro della strategia di politica monetaria, come indicatori tempestivi degli sviluppi futuri, in particolare per quanto concerne le attese del mercato e il grado di incertezza che le riguarda.

Le aspettative del mercato sull'attività economica e sull'inflazione ricavate dai prezzi delle attività finanziarie non possono, tuttavia, sostituire la valutazione sull'andamento futuro dell'economia elaborata autonomamente dalla banca centrale. Tali indicatori possono essere considerati piuttosto come una fonte di informazione complementare, da utilizzare per una verifica delle valutazioni della banca centrale.

#### Appendice

##### La stima delle distribuzioni di probabilità implicite, nell'ipotesi di neutralità al rischio

Questa appendice spiega brevemente come stimare le distribuzioni di probabilità implicite, nell'ipotesi di neutralità al rischio, tramite i prezzi di mercato delle opzioni e dei contratti future (*implied risk-neutral densities*, RND). Benché esistano diverse tecniche per la stima delle RND, questa appendice si concentra sul metodo utilizzato per calcolare le distribuzioni di probabilità presentate in questo articolo.<sup>1)</sup> Come già menzionato nel riquadro 1, si può determinare il prezzo delle opzioni utilizzando il principio della valutazione neutrale nei confronti del rischio. In base a questo metodo, il prezzo di un'opzione "europea" può essere espresso come il valore attuale dei flussi di cassa futuri generati dall'opzione, dove le aspettative sono considerate con riguardo alla "misura di probabilità nell'ipotesi di neutralità nei confronti del rischio" e dove il tasso di sconto è costituito dal tasso di interesse esente da rischio prevalente durante la vita dell'opzione.

1) Per una discussione di altre metodologie di stima delle RND implicite, cfr. per esempio, J. C. Jackwerth (1999), "Option-implied risk-neutral distributions and implied binomial trees: A literature review", in: *Journal of Derivatives*, Vol. 7, n° 2, pagg. 66-82.

Si consideri un'opzione *call* europea con prezzo  $c$  al tempo  $t$ , basata su un'attività sottostante con prezzo pari a  $S$ . Sia  $X$  il prezzo di esercizio dell'opzione e  $T$  la sua scadenza futura. Il prezzo dell'opzione *call* al tempo  $t$  può essere calcolato nel modo seguente:

$$c = e^{-r(T-t)} \int_X^{\infty} f^*(S_T)(S_T - X) dS_T,$$

dove  $r$  è il tasso di interesse esente da rischio, e  $f^*(S_T)$  denota la funzione di densità, nell'ipotesi di neutralità al rischio, relativa al prezzo dell'attività sottostante alla data di scadenza. In maniera analoga, si può determinare il prezzo delle opzioni *put* europee. Poiché il prezzo di un'opzione in base alla formula sopra riportata dipende dalla funzione di densità nell'ipotesi di neutralità al rischio, i prezzi delle opzioni osservabili sul mercato dovrebbero fornire informazioni con riguardo a tale densità. Infatti, posto che sia disponibile un numero sufficientemente ampio di opzioni quotate simultaneamente con differenti prezzi di vendita, si può ottenere una stima della funzione  $f^*(S_T)$  della RND.

Un modo di procedere per ottenere una stima della RND è quello di ipotizzare una forma strutturale specifica per la densità e poi stimare la forma particolare della densità che genera prezzi delle opzioni il più possibile vicini ai prezzi osservati sul mercato. Seguendo Melick e Thomas (1997),<sup>2)</sup> ipotizzando che una combinazione di due distribuzioni lognormali sia sufficientemente flessibile per descrivere la distribuzione del prezzo futuro dell'attività sottostante,  $S_T$ , si ottiene il seguente risultato:

$$f^*(S_T) = \theta g_1(\alpha_1, \beta_1, S_T) + (1 - \theta) g_2(\alpha_2, \beta_2, S_T),$$

dove

$$g_i(\alpha_i, \beta_i, S_T) = \frac{1}{S_T \beta_i \sqrt{2\pi}} \exp\left(-\frac{(\ln S_T - \alpha_i)^2}{2\beta_i^2}\right), \quad i = 1, 2,$$

e dove  $\alpha_i$  e  $\beta_i$  sono i parametri di posizione e di dispersione, rispettivamente, per le distribuzioni lognormali, che determinano la media e la varianza delle distribuzioni stesse. Il parametro  $\theta$  è un parametro di ponderazione, che determina i pesi relativi delle due lognormali nella distribuzione terminale.

Posto che esista un numero sufficientemente ampio di prezzi di opzioni *call* e *put* osservati simultaneamente con identica data di scadenza ma prezzi di esercizio differenti, i parametri della distribuzione,  $\Theta = \{\alpha_1, \alpha_2, \beta_1, \beta_2, \theta\}$ , possono essere determinati scegliendoli in modo tale che le differenze tra i prezzi teorici delle opzioni e quelli osservati sul mercato siano minimizzate. Sia  $c_j$  uno degli  $m$  prezzi *call* osservabili, e  $p_j$  uno degli  $n$  prezzi *put* disponibili, e siano  $c_j^*(\Theta)$  e  $p_j^*(\Theta)$  i corrispondenti prezzi delle opzioni generati dalla RND ipotizzata; i cinque parametri della combinazione di lognormali possono allora essere stimati minimizzando la somma degli scarti quadratici tra i prezzi osservati e gli equivalenti prezzi teorici:

$$\hat{\Theta} = \arg \min_{\Theta} \sum_{j=1}^m (c_j - c_j^*(\Theta))^2 + \sum_{j=1}^n (p_j - p_j^*(\Theta))^2,$$

Informazioni aggiuntive possono essere ottenute includendo il prezzo a termine osservato sul mercato e il corrispondente prezzo a termine teorico ricavato dalla distribuzione ipotizzata come input aggiuntivi nel problema di minimizzazione. In pratica, il problema di minimizzazione risulta sostanzialmente semplificato, poiché esistono espressioni in forma chiusa per i prezzi delle opzioni e dei contratti a termine quando si ipotizzi che la distribuzione del prezzo dell'attività sottostante sia pari a una combinazione di lognormali.

2) W. R. Melick e C. P. Thomas (1997), "Recovering an asset's implied PDF from option prices: An application to crude oil during the Gulf crisis", in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 32, pagg. 91-115.

# Evoluzione e caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro nell'area dell'euro

*Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si mantiene su livelli elevati, circa tre volte superiori a quelli registrati agli inizi degli anni sessanta. L'analisi dei profili dell'occupazione, del tasso di inattività e della disoccupazione presentata in questo articolo mette in luce differenze significative fra gli andamenti nell'area dell'euro e quelli negli Stati Uniti. Negli ultimi quaranta anni, il tasso di occupazione nell'area dell'euro ha evidenziato una tendenza discendente, mentre la disoccupazione ha teso ad aumentare. I problemi paiono concentrarsi in determinati gruppi, come le donne, i giovani, i lavoratori anziani e quelli meno qualificati, mentre i maschi adulti (quelli di età compresa tra 30 e 59 anni) sembrano occupare una posizione analoga nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. La dimensione regionale della disoccupazione è rilevante in alcuni paesi dell'area e la disoccupazione di lunga durata è un problema grave, comune a tutti i paesi.*

*I problemi dei mercati del lavoro dell'area dell'euro sono collegati con una serie di fattori strutturali riguardanti gli incentivi a lavorare, i costi eccessivi della manodopera, la diversa composizione della domanda e dell'offerta di lavoro per qualifica e per distribuzione geografica (mismatching), gli assetti normativi e la prolungata esclusione dal mercato del lavoro. Vari tipi di misure, anch'esse menzionate nel presente articolo, possono essere adottate per affrontare questi problemi. Negli ultimi anni l'Unione europea (UE) ha intensificato gli sforzi per promuovere le riforme strutturali necessarie a migliorare il funzionamento dei mercati del lavoro. Tuttavia, l'attuazione di tali riforme compete in primo luogo ai governi nazionali e alle parti sociali, e il tipo di riforme più appropriato dipenderà dalle specifiche problematiche del mercato del lavoro nei singoli paesi. Una riduzione durevole e di entità significativa della disoccupazione nell'area dell'euro richiederà ulteriori sostanziali miglioramenti di carattere strutturale del funzionamento del mercato del lavoro.*

## I Introduzione

Nonostante le recenti riduzioni, la disoccupazione permane su livelli circa tre volte superiori a quelli osservati agli inizi degli anni sessanta. Per comprendere le cause della tendenza ascendente che ha caratterizzato la disoccupazione e individuare le misure che potrebbero assicurare il proseguimento della recente diminuzione, è necessario esaminare in dettaglio la dinamica dei mercati del lavoro nell'area dell'euro, concentrandosi in particolare sull'evoluzione dei tassi di occupazione e di attività. A tal fine, conviene scomporre la popolazione in età lavorativa in tre categorie: gli occupati, le persone non attive e i disoccupati (secondo le definizioni date nel riquadro I). Vengono inoltre effettuati confronti specifici con gli Stati Uniti, utilizzati come termine di riferimento.

Nel 1960 la quota degli occupati rappresentava il 64,4 per cento della popolazione attiva totale nell'area dell'euro, 3,6 punti percentuali in più che negli Stati Uniti (cfr. figura I(a)). Successivamente il tasso di occupazione nell'area è diminuito al 59,4 per cento nel 1999, mentre negli Stati Uniti ha registrato un costante aumento, con una significativa accelerazione dal 1984, fino a raggiungere il 74,6 per cento

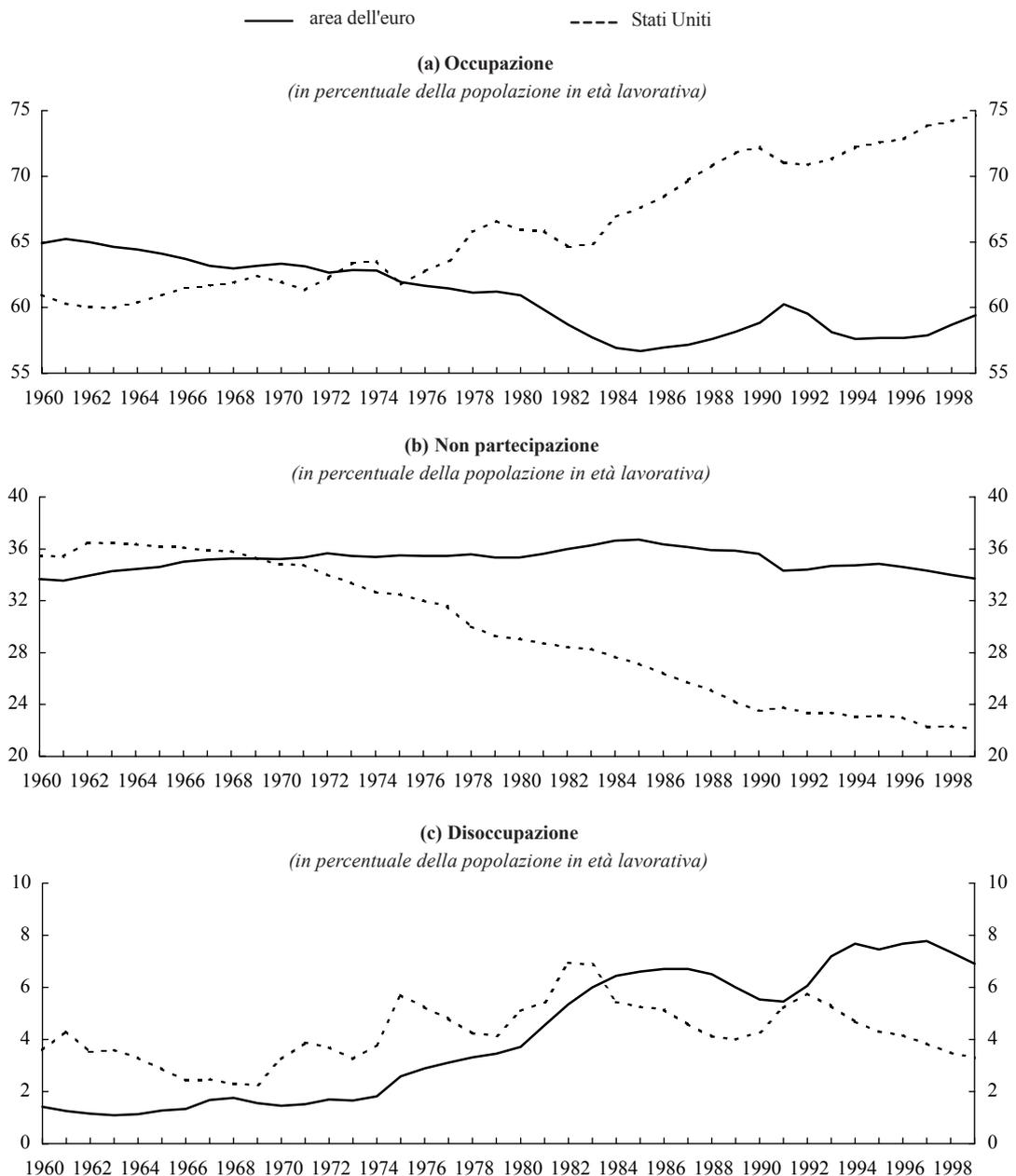
nel 1999. Negli Stati Uniti l'aumento dell'occupazione si è associato a un deciso aumento del tasso di attività (cfr. figura I(b)).

Un andamento analogo è riscontrabile per la disoccupazione (cfr. figura I(c)). Nel 1960, appena l'1,4 per cento della popolazione attiva dell'area dell'euro era senza impiego. In seguito questa quota ha registrato una crescita ininterrotta, in particolare dopo il 1975, mantenendosi tuttavia al di sotto del corrispondente valore statunitense fino al 1984. A partire da quell'anno, la quota dei disoccupati in rapporto alla popolazione in età lavorativa è risultata notevolmente più elevata nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, raggiungendo il 6,9 per cento nel 1999. Viceversa, negli Stati Uniti, solo il 3,3 per cento della popolazione in età lavorativa era disoccupato nel 1999, un valore praticamente invariato rispetto al 1960, nonostante il temporaneo picco del 7,0 per cento raggiunto nel 1983.

In contrasto con le precedenti fasi di ripresa, durante l'espansione del periodo 1985-1991 e in quella attuale, iniziata nel 1996, il tasso di occupazione dell'area dell'euro è aumentato,

## Figura I

### Scomposizione della popolazione in età lavorativa, nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: 1960-1999



Fonte: OCSE.

Nota: Il tasso di occupazione e quello di non partecipazione dell'area dell'euro non comprendono l'Austria e la Francia negli anni 1960-1964 e i Paesi Bassi negli anni 1960-1968. Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro non comprende l'Austria negli anni 1960-1964 e il Lussemburgo negli anni 1960-1973. L'aggregato dell'area dell'euro per il 1999 non comprende la Finlandia, il Lussemburgo, l'Irlanda e il Portogallo. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 1.

accompagnandosi a un certo calo della disoccupazione. Di fatto, all'incremento della disoccupazione degli anni novanta è corrisposto un modesto ampliamento del tasso di attività rispetto alla metà degli anni ottanta, anziché un ulteriore calo

del tasso di occupazione, che aveva costituito il fattore predominante nel periodo precedente. Nei limiti della disponibilità dei dati, queste tendenze sono esaminate più approfonditamente nel resto dell'articolo.

## Riquadro I

### Elementi per l'analisi degli andamenti del mercato del lavoro

Non esiste un quadro analitico unico per interpretare gli andamenti e le caratteristiche del mercato del lavoro. Negli ultimi anni, si è diffuso nella letteratura specializzata un tipo di approccio che considera l'evoluzione del mercato del lavoro in termini di flussi. In tale contesto, il fenomeno della disoccupazione può essere visto come una combinazione della durata della disoccupazione e della probabilità di non trovare impiego, che sono correlati alla grandezza dei flussi di lavoratori in entrata e in uscita dal mercato del lavoro. All'interno di questo quadro, una durata più lunga e flussi più modesti comportano un maggiore livello di disoccupazione. Una serie di studi che mettono a confronto il mercato del lavoro statunitense con quelli nazionali dei paesi dell'area dell'euro indicano che i flussi di lavoratori sono molto più elevati negli Stati Uniti. Tali studi sostengono inoltre che questo risultato è connesso alla maggiore sicurezza del posto di lavoro nell'area dell'euro. Tuttavia, in assenza di statistiche confrontabili sui flussi a livello di area, in questa sede non è stato possibile adottare il quadro analitico sopra descritto.

L'articolo si concentra invece sull'analisi della popolazione in età lavorativa (persone di età compresa fra i 15 e i 64 anni) che viene scomposta in tre categorie: gli occupati, le persone inattive e i disoccupati. Il semplice quadro analitico utilizzato nella sezione I, che si basa su dati OCSE, è informativo in quanto elimina gli effetti della crescita della popolazione, un elemento importante nel confronto fra gli andamenti nell'area dell'euro e quelli negli Stati Uniti. Inoltre, ciò consente di mettere chiaramente in evidenza la funzione svolta dalle variazioni dei tassi di occupazione e di attività nell'evoluzione della disoccupazione nell'area dell'euro. Estendendo poi l'esercizio a un periodo di tempo sufficientemente lungo si elimina la possibilità che fattori macroeconomici di natura congiunturale possano risultare la causa predominante degli andamenti osservati. Nel corpo dell'articolo, vengono esaminate più approfonditamente le caratteristiche dell'occupazione, della popolazione inattiva e della disoccupazione, impiegando dati statistici tratti dalle indagini sulle forze di lavoro nell'area dell'euro, descritte di seguito.

#### Definizioni e statistiche impiegate

Il presente articolo adotta le definizioni standardizzate dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO); solo nella sezione introduttiva si sono utilizzati dati forniti dall'OCSE, che non corrispondono perfettamente alle definizioni dell'ILO.

- Per occupati si intendono tutte le persone che, durante il periodo di riferimento, sono impegnate in qualsiasi tipo di lavoro retribuito (con salario o con profitti) oppure assenti temporaneamente dal lavoro, ad esempio per malattia, per ferie o a causa di vertenze sindacali.
- Per disoccupati si intendono tutte le persone senza lavoro che, nel periodo di riferimento, sono alla ricerca di un impiego ed effettivamente disponibili a svolgere un'attività lavorativa.
- Per forze di lavoro si intende l'insieme degli occupati e dei disoccupati, mentre i non partecipanti sono definiti come le persone in età di lavoro che non fanno parte delle forze di lavoro.

I dati statistici impiegati provengono da tre fonti: Eurostat (Indagini sulle forze di lavoro dell'area dell'euro), l'OCSE (Statistiche sulle forze di lavoro) e il Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti.

- Dal 1983, ogni anno in primavera vengono condotte negli Stati membri della UE le indagini sulle forze di lavoro, i cui dati vengono poi elaborati da Eurostat. Non sono disponibili statistiche per i paesi dell'area anteriormente alla loro adesione alla UE (mancano ad esempio i dati anteriori al 1986 per la Spagna e il Portogallo e quelli anteriori al 1995 per l'Austria e la Finlandia). Di conseguenza, ove necessario i dati dell'area riferiti al periodo anteriore al 1995 sono stati stimati escludendo i paesi mancanti. Dalla loro introduzione, le indagini sulle forze di lavoro di Eurostat si sono andate affinando, con l'elaborazione di questionari più dettagliati e soprattutto con le sostanziali modifiche apportate nel 1991. Pertanto, alcune serie statistiche

sono disponibili unicamente a partire dal 1991 (tipologia dei contratti, scomposizione settoriale, scomposizione per classe di età, ecc.). Alcune informazioni dettagliate relative all'indagine per il 1999 non erano ancora disponibili al momento dell'ultimo aggiornamento dei dati per questo Bollettino. Salvo diversa indicazione, i dati relativi all'area dell'euro riportati nelle sezioni 2, 3 e 4 del presente articolo provengono dalle indagini sulle forze di lavoro.

- L'OCSE ha alimentato una banca dati sui mercati del lavoro con informazioni provenienti da indagini nazionali. Questi dati, che risalgono agli inizi degli anni sessanta, risultano utili ai fini di un'analisi sul lungo periodo come illustrato nella prima parte dell'articolo.
- Nel caso degli Stati Uniti, laddove i dati OCSE non erano disponibili sono state impiegate le informazioni del Bureau of Labor Statistics statunitense, elaborate su una base il più possibile confrontabile.

La limitata disponibilità di statistiche non ha reso sempre possibile l'utilizzo dello stesso intervallo temporale per le serie prese in esame. Infine, tavole e figure non riportano tutte le statistiche cui si fa riferimento nell'articolo. Quelle non riportate possono essere richieste direttamente alle fonti sopra indicate.

## 2 L'andamento dell'occupazione nell'area dell'euro

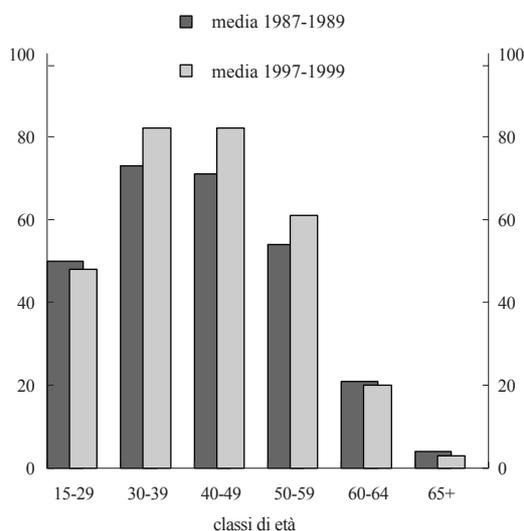
Nel secondo trimestre del 1999 il numero degli occupati nell'area dell'euro si situava intorno a 117 milioni. Come rilevato nella sezione precedente, il tasso di occupazione nell'area è rimasto sostanzialmente stabile a circa il 60 per cento della popolazione in età lavorativa dalla metà degli anni ottanta in poi, in netto contrasto con gli Stati Uniti, dove esso ha seguito una prolungata tendenza crescente. La situazione occupazionale varia in misura significativa tra i paesi dell'area. Nei Paesi Bassi, in Austria, in Portogallo, in Germania e in Finlandia il tasso di occupazione è compreso fra il 60 e il 70 per cento; in Lussemburgo, Irlanda, Francia e Belgio esso è prossimo al 60 per cento; nei restanti due paesi, Italia e Spagna, si colloca intorno al 50 per cento. Queste statistiche aggregate, inoltre, celano notevoli differenze nell'evoluzione delle diverse componenti dell'occupazione.

### **I tassi di occupazione sono modesti fra le donne, i giovani e i lavoratori meno qualificati**

Nel 1999, nell'area dell'euro, il tasso di occupazione femminile in rapporto alla popolazione attiva era di 18 punti percentuali inferiore a quello degli Stati Uniti, mentre il divario per la componente maschile era di 12 punti percentuali. Tuttavia, dalla fine degli anni ottanta l'occupazione femminile nell'area dell'euro è andata aumentando,

mentre quella maschile si è gradatamente ridotta. Di conseguenza, il differenziale con gli Stati Uniti si è ampliato nel caso degli uomini, mentre è rimasto sostanzialmente stabile per le donne. Al livello dei singoli paesi dell'area, sebbene vi siano differenze sia nei tassi di occupazione degli uomini sia in quelli delle donne, sono questi ultimi a evidenziare una maggiore variabilità.

Una scomposizione dei tassi di occupazione dell'area dell'euro per classi di età fa emergere, negli ultimi quindici anni, da un lato un aumento del numero dei lavoratori adulti (di età compresa fra i 30 e i 59 anni) e, dall'altro, un declino di quello dei lavoratori giovani (tra 15 e 29 anni) e di quelli anziani (oltre i 60 anni). Questi andamenti sono riportati nella figura 2, nella quale vengono messi a confronto i tassi di occupazione per classi di età tra la fine degli anni ottanta e la fine degli anni novanta. Il declino del tasso di occupazione giovanile potrebbe riflettere in parte l'aumento della durata degli studi, mentre per i più anziani esso potrebbe essere collegato all'attuazione di piani di pensionamento anticipato in numerosi paesi. Va notato che, spesso, si è fatto ricorso a questi piani come soluzione a breve termine a fronte della distruzione di posti di lavoro in settori in difficoltà; tuttavia, più di recente, essi sono stati utilizzati in alcuni casi per stimolare il trasferimento di posti di lavoro dai lavoratori più anziani a quelli più giovani, in

**Figura 2****Tassi di occupazione per classe di età nell'area dell'euro***(in percentuale della popolazione totale per ciascuna classe di età)*

Fonte: Eurostat.

Nota: i dati relativi ai periodi precedenti al 1994 sono stime della BCE.

linea con l'ipotesi che ciò possa migliorare le prospettive di impiego di questi ultimi.

Negli ultimi anni, la creazione di posti di lavoro ha portato a un incremento della quota dei lavoratori altamente qualificati e a una diminuzione di quella della manodopera meno qualificata. Nel 1997, anno cui si riferiscono i più recenti dati disponibili, il 23 per cento circa degli occupati fra i 25 e i 59 anni aveva compiuto studi universitari, a fronte del 20 per cento circa nel 1992. Contemporaneamente, la quota dei lavoratori aventi al massimo un'istruzione secondaria inferiore ha subito un forte calo, dal 43 per cento nel 1992 al 33 per cento nel 1997. Questa evoluzione è in parte riconducibile all'aumento del livello medio di istruzione della popolazione totale, ma al tempo stesso riflette le diverse prospettive di impiego di queste categorie di lavoratori. Nel 1997 oltre l'80 per cento dei soggetti altamente qualificati aveva un impiego, rispetto a meno del 60 per cento per quelli con qualifiche modeste. Gli andamenti dell'occupazione per categoria professionale hanno seguito una dinamica analoga, evidenziando una quota crescente, per esempio, di "dirigenti e professionisti altamente qualificati", alla quale ha fatto riscontro una

minore quota delle categorie di lavoratori meno qualificati, come gli "operatori elementari".

**La composizione settoriale dell'occupazione si sposta verso i servizi**

Gli Stati Uniti e l'area dell'euro sono stati accomunati da un movimento di lungo periodo verso un'economia maggiormente basata sui servizi (cfr. tavola 1); sussistono tuttavia differenze significative. Innanzitutto, nonostante la costante flessione, la quota di occupazione nel settore agricolo dell'area dell'euro è quasi il doppio di quella degli Stati Uniti (5,1 e 2,7 per cento, rispettivamente, nel 1998). In secondo luogo, nell'area dell'euro la quota dell'occupazione nel comparto industriale è più ampia rispetto agli Stati Uniti (30 e 24 per cento, rispettivamente). Infine, sebbene nell'area dell'euro la quota dell'occupazione nel settore terziario sia aumentata di circa 15 punti percentuali dal 1978, essa rimane ben al di sotto di quella degli Stati Uniti (64 e 74 per cento, rispettivamente). Tale differenza potrebbe derivare in parte dal ritmo della liberalizzazione dell'economia dell'area, che nonostante la recente accelerazione è stato lento, e dai maggiori oneri amministrativi richiesti dalla creazione di nuove imprese, che potrebbero aver frenato lo sviluppo nei servizi. Inoltre, la rigidità della struttura salariale nell'area potrebbe aver ostacolato la creazione di posti di lavoro a bassa produttività, i quali rappresentano una quota considerevole della creazione potenziale di occupazione nei servizi. Il divario fra le

**Tavola 1****Occupazione: composizione per settore di attività***(in percentuale del totale dell'occupazione civile)*

	1978	1998
Area dell'euro		
agricoltura	11,8	5,1
industria	38,8	30,4
servizi	49,4	64,5
Stati Uniti		
agricoltura	3,7	2,7
industria	31,1	23,6
servizi	65,2	73,7

Fonte: OCSE.

quote di occupati di questo comparto nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si riflette nelle quote di prodotto, indicando che la più bassa occupazione nel settore terziario dell'area non è la conseguenza della maggiore produttività, bensì delle dimensioni più ridotte del settore.

Un esame più dettagliato della ripartizione per settore del totale dei dipendenti delle imprese

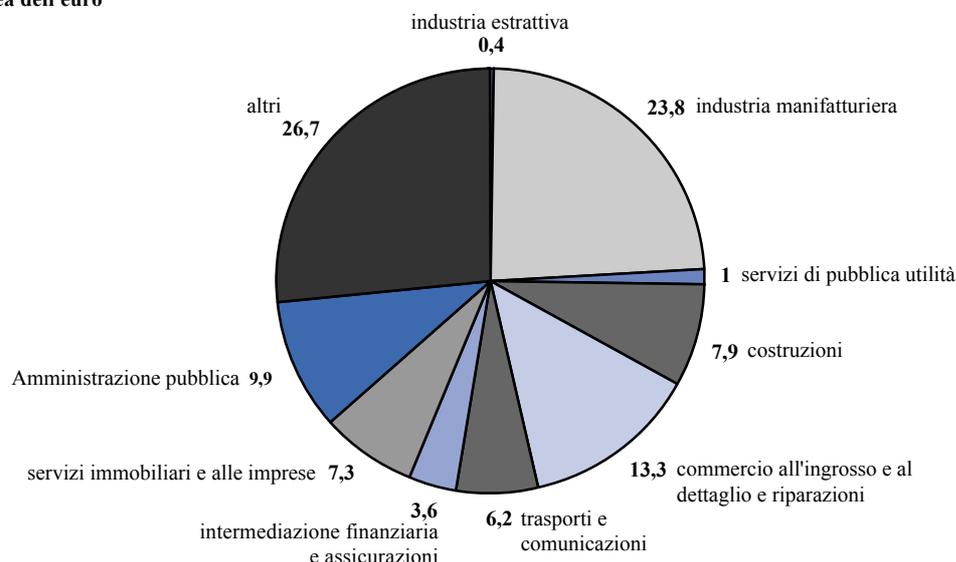
non agricole (cfr. figura 3) mostra che la differenza di dimensioni del settore industriale è ampiamente riconducibile al settore manifatturiero, che nel 1999 rappresentava il 23,8 per cento dell'occupazione totale nell'area dell'euro, rispetto al 14,3 per cento negli Stati Uniti. Tuttavia, va sottolineato che ciò potrebbe dipendere in parte dal processo di *outsourcing*, molto più spinto negli Stati Uniti che nell'area

**Figura 3**

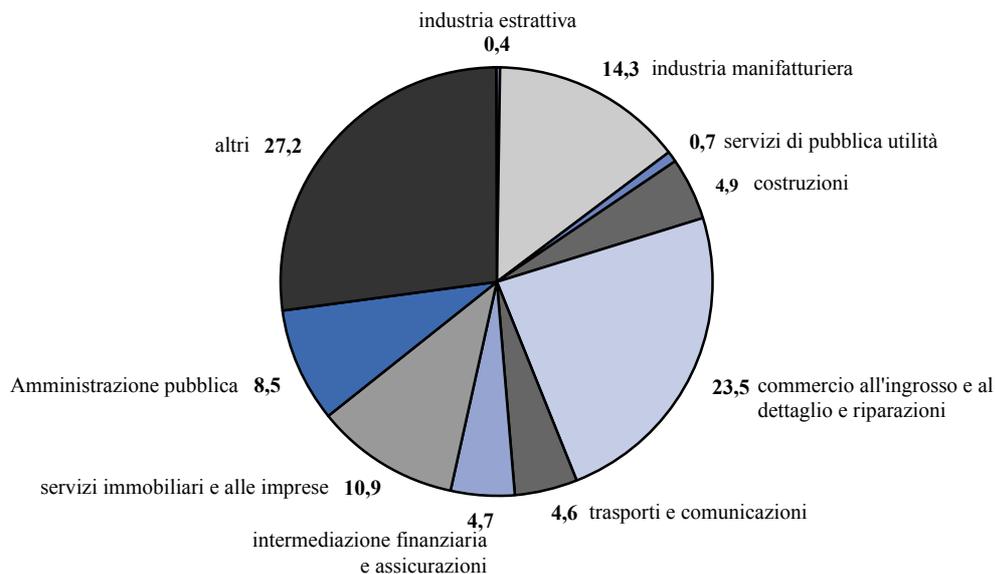
**Composizione settoriale dei lavoratori dipendenti nel 1999**

(in percentuale del totale dei lavoratori dipendenti nei settori non agricoli)

**Area dell'euro**



**Stati Uniti**



Fonti: Eurostat e Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti.

dell'euro. Nelle statistiche sull'occupazione, l'*outsourcing* ha spostato alcune categorie professionali dal settore manifatturiero a quello dei servizi. Questo fenomeno interessa sia gli impieghi altamente qualificati, come quelli collegati alle tecnologie informatiche, sia i lavori meno qualificati, ad esempio i servizi di pulizia. Nell'ambito del terziario, la quota di impieghi nei settori delle vendite all'ingrosso e al dettaglio e dei servizi di riparazione è più alta negli Stati Uniti. Ciò potrebbe essere connesso con le limitazioni sugli orari di apertura in Europa, nonché con le difficoltà ad assumere manodopera meno qualificata dovute a costi elevati del lavoro e a strutture salariali inadeguate. In questo contesto, nell'area dell'euro appare possibile un aumento dell'occupazione grazie a una più ampia liberalizzazione, in particolare nei servizi.

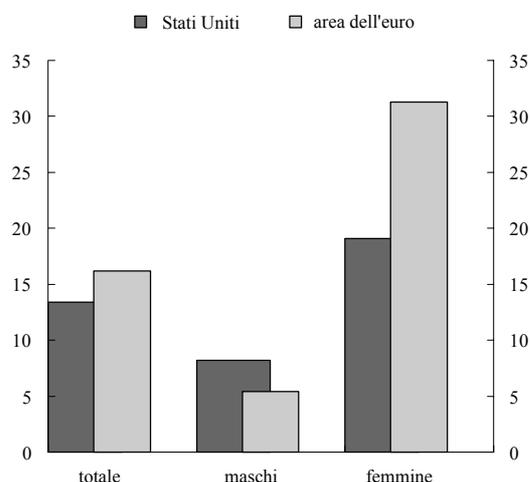
### Aumenta il lavoro a tempo parziale

Negli ultimi anni, un fattore importante di creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro è stato l'espansione del lavoro a tempo parziale. Tra il 1995 e il 1999 esso è salito dal 14,2 al 16,7 per cento dell'occupazione totale, un incremento pari a oltre la metà della creazione netta complessiva di posti di lavoro. Numerose iniziative adottate negli ultimi anni nell'area dell'euro hanno teso a promuovere questo tipo di contratti. Esse comprendono l'introduzione di una normativa più flessibile sull'orario di lavoro nonché specifiche misure di stimolo sotto forma di riduzioni dei contributi previdenziali.

Nell'area dell'euro è possibile distinguere tre gruppi di paesi in funzione dell'incidenza del lavoro a tempo parziale. I Paesi Bassi, dove il lavoro a tempo parziale assorbe il 40 per cento dell'occupazione totale e il 70 per cento di quella femminile, costituiscono chiaramente un caso a parte. Al secondo gruppo appartengono Germania, Francia, Belgio, Austria e Irlanda, con una quota dell'occupazione a tempo parziale intorno al 15 per cento. Infine, Finlandia, Portogallo, Spagna, Italia e Lussemburgo formano il terzo gruppo, con una quota prossima o inferiore al 10 per cento. In generale, ad eccezione dei Paesi Bassi, le differenze fra i paesi rispecchiano principalmente il diverso tasso di occupazione a tempo parziale della componente

**Figura 4**  
**Occupazione a tempo parziale nel 1999**

(in percentuale dell'occupazione totale)



Fonti: Eurostat, OCSE.

Nota: i dati sugli Stati Uniti si riferiscono al 1998.

femminile. A livello settoriale, i servizi registrano la quota più elevata di occupati a tempo parziale (20 per cento), seguiti dall'agricoltura (16 per cento) e dall'industria (6,5 per cento).

La proporzione del lavoro a tempo parziale nell'area dell'euro è abbastanza simile a quella negli Stati Uniti, dove tuttavia essa si mantiene stabile su questi livelli da diversi anni. È inoltre interessante notare che, anche se in entrambe le regioni questo tipo di contratto è maggiormente diffuso fra le donne che fra gli uomini, tale disparità è più ampia nell'area dell'euro (cfr. figura 4).

### Cresce la quota dei contratti a tempo determinato

Negli ultimi anni nell'area dell'euro è aumentato il lavoro a tempo determinato, che nel 1999 interessava il 14,9 per cento dei dipendenti, a fronte del 13,2 per cento nel 1995. Tale quota, sostanzialmente la stessa per uomini e donne, evidenzia invece ampie difformità fra i singoli paesi. La Spagna registra la quota più elevata di contratti a tempo determinato, superiore al 30 per cento, nonostante il leggero calo negli ultimi anni. Italia, Belgio e Austria, al contrario, fanno registrare la quota più bassa, circa l'8 per cento, mentre nei paesi restanti la quota è prossima al

15 per cento. Nonostante che l'uso di questa tipologia di contratti abbia indubbi vantaggi in termini di flessibilità per le imprese, va riconosciuto che un ricorso considerevole al lavoro a tempo determinato potrebbe essere indicativo di una rigidità normativa in materia di tutela del rapporto di lavoro, che disincentiva le imprese

ad assumere personale a tempo indeterminato. È degno di nota che l'utilizzo di forme di lavoro a tempo determinato tende a essere molto minore nei paesi con una normativa del lavoro meno stringente, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, sebbene anche in questi paesi esso sia divenuto più diffuso negli ultimi anni.

### 3 Elevati tassi di inattività nell'area dell'euro

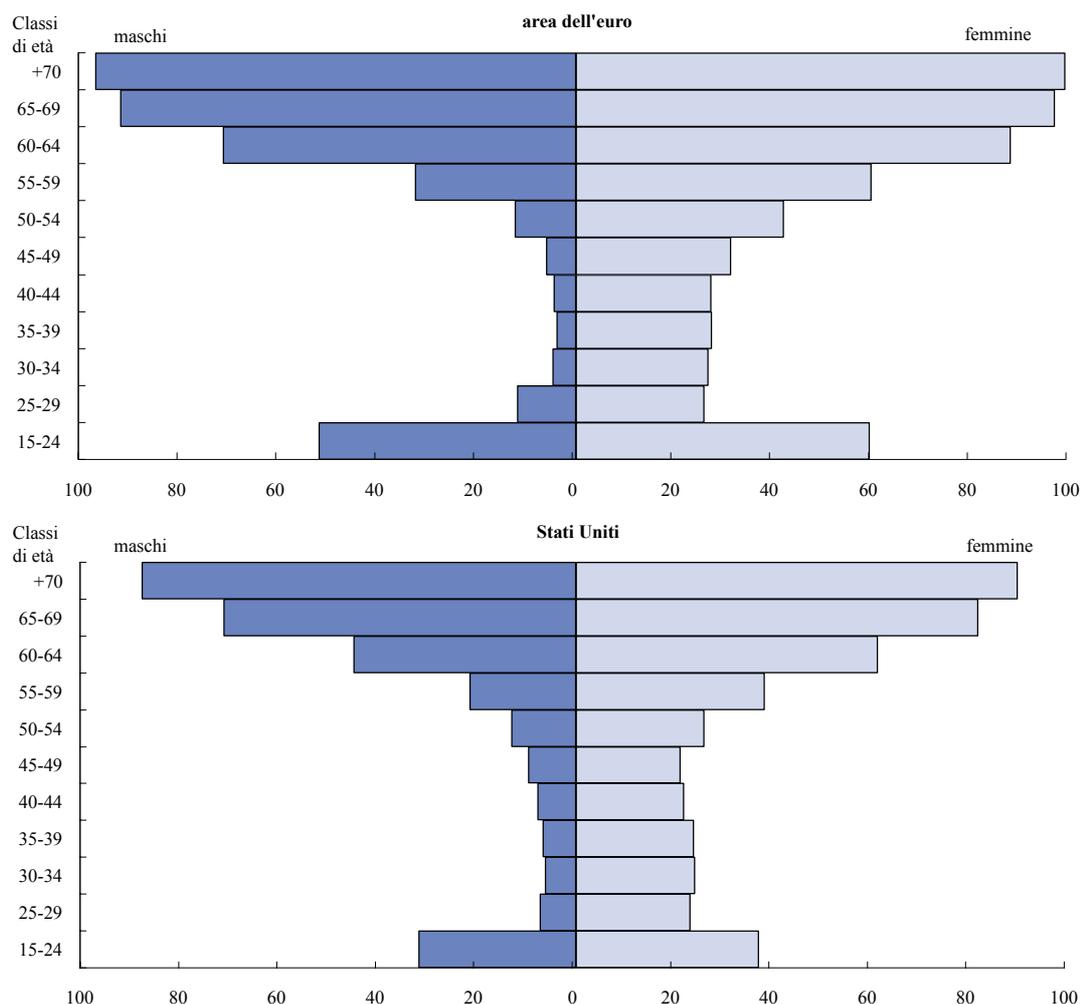
Come sottolineato nella Sezione I, nell'area dell'euro i tassi di inattività, cioè di non partecipazione alle forze di lavoro, sono rimasti pressoché invariati dagli anni sessanta, a fronte di un rapido e continuo declino negli Stati Uniti. Da

un'analisi delle varie componenti emerge che il tasso di inattività fra gli uomini adulti è pressoché lo stesso nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, con un valore leggermente più alto in questi ultimi (cfr. figura 5). Esistono, invece,

**Figura 5**

#### Non partecipazione alle forze di lavoro nel 1999 nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(in percentuale della popolazione totale)



Fonti: Eurostat e Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti.

differenze considerevoli per quanto riguarda l'occupazione delle donne, dei giovani e degli anziani, per i quali i livelli di inattività sono molto più elevati nell'area dell'euro.

Messi a confronto, le strutture e i profili evolutivi dei tassi di inattività nei singoli paesi tendono a indicare che, nel lungo periodo, il grado di partecipazione è influenzato dalle condizioni del mercato del lavoro nonché dagli incentivi istituzionali e da fattori culturali. Un livello elevato di disoccupazione può scoraggiare l'afflusso di lavoratori, in particolare donne, nelle forze di lavoro. Gli incentivi istituzionali che favoriscono l'inattività, in particolare fra i giovani e gli anziani, sono stati talvolta considerati come un modo per ridurre il numero di persone che vengono registrate come disoccupate.

### Ingresso ritardato dei giovani nelle forze di lavoro

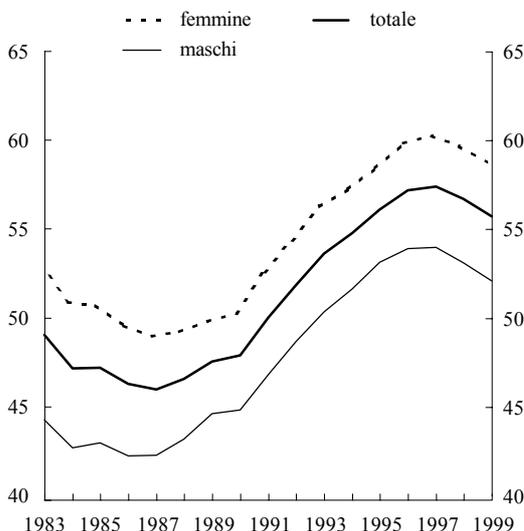
Dall'inizio degli anni ottanta, nell'area dell'euro si è osservato un notevole incremento del tasso di inattività fra i giovani, che ha interessato in pari misura uomini e donne. Nel 1999, mentre negli Stati Uniti poco più di un terzo dei giovani non aveva un impiego, oltre la metà dei loro coetanei europei aveva ritardato l'ingresso nel mercato del lavoro. Il tasso di inattività fra i giovani di età compresa fra i 15 e i 24 anni è salito dal 49,0 per cento nel 1983 al 55,7 per cento nel 1999 (cfr. figura 6). Questa tendenza ha accomunato tutti i paesi dell'area ad eccezione dei Paesi Bassi, dove il tasso di attività dei giovani era, nel 1999, superiore al valore del 1983. Questo risultato può essere in parte attribuito alla riduzione significativa, nei primi anni ottanta, del salario minimo per i giovani, che ha potenziato l'attrattiva di questa categoria di lavoratori per le imprese. Di recente, i Paesi Bassi hanno varato una serie di riforme di ampio respiro delle politiche concernenti il mercato del lavoro, rivolte in particolare a favorire, anche con regole maggiormente coercitive, una rapida attivazione dei giovani disoccupati. Negli altri Stati membri, specie in Portogallo, Francia e Lussemburgo, il tasso di inattività fra i giovani è invece aumentato a un ritmo sostenuto.

Questa tendenza va considerata nel contesto di un aumento della partecipazione a corsi di studio

**Figura 6**

### Tassi di inattività nell'area dell'euro, per la classe di età da 15 a 24 anni

(in percentuale della popolazione di età compresa tra 15 e 24 anni)



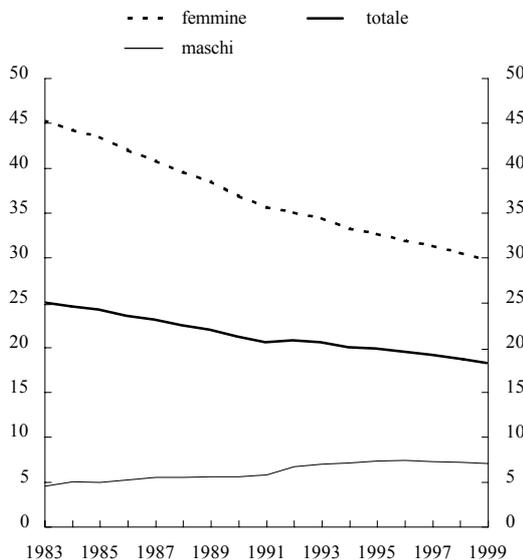
Fonte: Eurostat.

Nota: i dati relativi ai periodi precedenti al 1994 sono stime della BCE.

e di formazione. I giovani tendono a ritardare il loro ingresso nel mercato al fine di conseguire qualifiche supplementari che diano loro migliori prospettive d'impiego future. Tuttavia, studi recenti hanno messo in luce il concentrarsi di diversi problemi di carattere sociale ed economico all'interno di un gruppo sociale definito, formato da giovani svantaggiati. Nel 1999, circa un quinto della popolazione dell'area dell'euro di età compresa fra i 18 e i 24 anni non aveva un impiego, non era impegnata in un'attività di formazione e aveva un basso livello di istruzione. Questo gruppo, a maggioranza maschile, rappresentava oltre il 30 per cento dei giovani fra i 18 e i 24 anni in Portogallo, Italia, Lussemburgo e Spagna.

### Aumenta notevolmente la partecipazione delle donne alle forze di lavoro

Sin dal secondo dopoguerra, il tasso di attività delle donne ha seguito una ininterrotta tendenza ascendente, sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Tale tendenza, che riflette una serie di forze economiche e sociali di lungo periodo, ha determinato una forte riduzione del tasso di inattività medio delle donne europee di età

**Figura 7****Tassi di inattività nell'area dell'euro, per la classe di età da 25 a 54 anni***(in percentuale della popolazione di età compresa tra 25 e 54 anni)*

Fonte: Eurostat.

Nota: i dati relativi ai periodi precedenti al 1994 sono stime della BCE.

compresa fra i 25 e i 54 anni, il quale è sceso da oltre il 45 per cento nel 1983 al 29,7 nel 1999 (cfr. figura 7). Nello stesso periodo, anche il tasso corrispondente negli Stati Uniti è diminuito dal 38,0 al 23,2 per cento. Di conseguenza, la partecipazione alle forze di lavoro delle donne europee fra i 25 e i 54 anni tende ancora ad essere inferiore a quella delle donne statunitensi nella stessa classe di età, anche se il divario si sta assottigliando rapidamente.

In Europa, le diminuzioni di maggior rilievo si sono registrate nei paesi in cui l'occupazione femminile era tradizionalmente bassa, quali la Spagna, i Paesi Bassi e l'Irlanda, dove il tasso di inattività delle donne si è contratto di oltre 40 punti percentuali dal 1983. La maggiore flessibilità degli orari di lavoro, come la diffusione del lavoro a tempo parziale, ha verosimilmente svolto un ruolo in questo senso, in particolar modo nei Paesi Bassi.

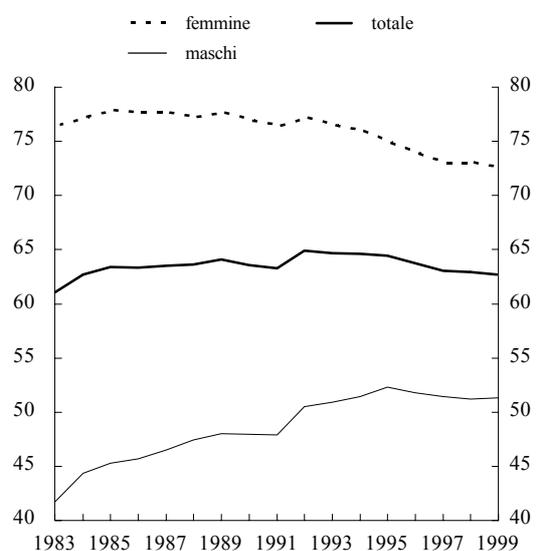
Al contrario, il tasso di inattività dei maschi adulti ha segnato un aumento costante nello stesso periodo, salendo nell'area dell'euro dal 4,6 per cento nel 1983 al 7,1 per cento nel 1999. Questa evoluzione cela significative differenze a

livello nazionale. Fra il 1983 e il 1999 il tasso di inattività dei maschi adulti è quasi raddoppiato in Italia (dal 4,3 a circa il 10 per cento), mentre nei Paesi Bassi si è mantenuto sostanzialmente stabile intorno al 7 per cento.

**Continua la tendenza al pensionamento anticipato per i lavoratori più anziani**

Nel corso degli ultimi venti anni il tasso di inattività fra i lavoratori maschi più anziani è aumentato in misura sostanziale nell'area dell'euro. Nonostante che l'età legale di pensionamento fosse fissata a 65 anni nella quasi totalità dei paesi dell'area, il tasso di inattività dei maschi di età compresa fra i 55 e i 64 anni è salito dal 42 per cento nel 1983 al 51 nel 1999 (cfr. figura 8). A titolo di paragone, lo stesso tasso è salito negli Stati Uniti, nel medesimo periodo, di 2 punti percentuali, stabilizzandosi intorno al 32 per cento nel 1999.

Nell'area dell'euro i lavoratori anziani si ritirano dalle forze di lavoro con anticipo rispetto ai loro coetanei americani. Prima dei 60 anni, metà dei lavoratori europei è già uscita dalla popolazione

**Figura 8****Tassi di inattività nell'area dell'euro, per la classe di età da 55 a 64 anni***(in percentuale della popolazione di età compresa tra 55 e 64 anni)*

Fonte: Eurostat.

Nota: i dati relativi ai periodi precedenti al 1994 sono stime della BCE.

attiva, mentre negli Stati Uniti questa quota è di solo un terzo. Il divario è ancora più ampio per la classe di età compresa fra i 60 e i 64 anni (26,7 punti percentuali). Questo andamento riflette una chiara tendenza a lasciare anticipatamente le forze di lavoro, favorita da un aumento degli incentivi istituzionali. Nella maggior parte dei paesi europei sono stati attuati piani di prepensionamento, di cui in Portogallo e in Francia i lavoratori possono beneficiare, in circostanze particolari, già a 56-57 anni. Nello stesso periodo i tassi di inattività relativi alle donne più anziane hanno seguito una dinamica diversa, restando sostanzialmente stabili o addirittura diminuendo nella maggior parte dei paesi, così che dagli inizi degli anni ottanta una quota crescente di donne fra i 55 e i 64 anni è rimasta nella popolazione attiva.

Sebbene i tassi di inattività sempre più elevati dei lavoratori maschi anziani siano riconducibili in parte alle prestazioni previdenziali relativamente generose, essi sono altresì indicativi di un problema di inserimento professionale specifico per questa categoria di lavoratori. Vi sono indicazioni che il fenomeno del prepensionamento tende a concentrarsi nei settori a bassa crescita, come quelli manifatturiero, estrattivo e delle costruzioni, e nelle categorie dei lavoratori meno qualificati. Questi ultimi, inoltre, hanno minori possibilità, rispetto ai lavoratori con un più elevato livello di istruzione, di beneficiare dei programmi di riqualificazione e incontrano pertanto maggiori difficoltà ad adattarsi al mutamento dei profili professionali. Ciò potrebbe contribuire a una loro fuoriuscita anticipata dalle forze di lavoro.

#### 4 Disoccupazione elevata nell'area dell'euro

Come illustrato nella sezione I, nell'area dell'euro la disoccupazione è aumentata nel tempo, mentre negli Stati Uniti non ha avuto una tendenza sistematica ad aumentare. È comunque interessante prendere in esame le diverse categorie di disoccupati, che possono presentare profili molto differenti.

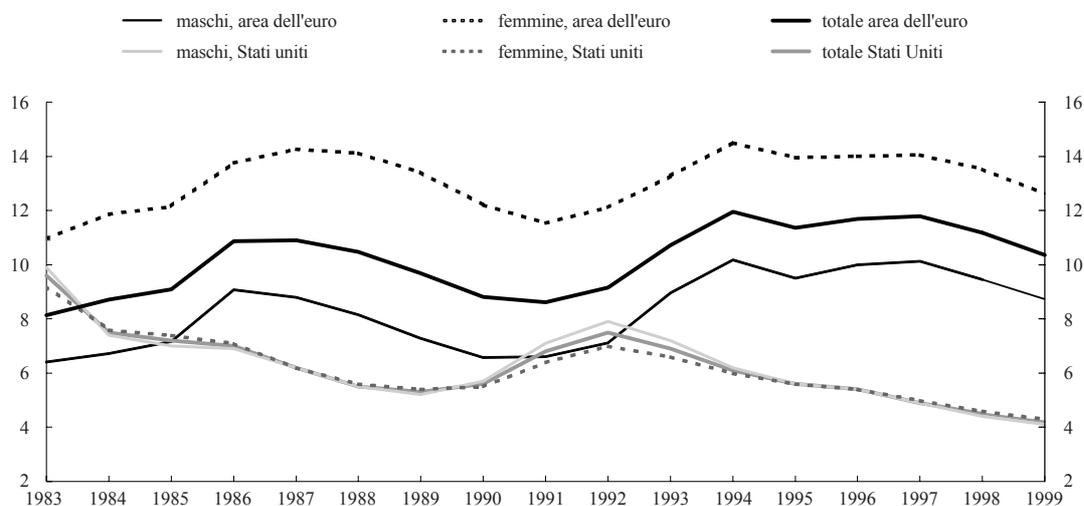
**Gli alti tassi di disoccupazione si concentrano soprattutto tra le donne, i giovani e i lavoratori scarsamente qualificati**

Nella popolazione femminile il tasso di disoccupazione si è mantenuto costantemente superiore a quello relativo ai maschi (cfr. figura 9).

**Figura 9**

**Tassi di disoccupazione per sesso nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

(in percentuale delle forze di lavoro)



Fonti: Eurostat e OCSE.

Nota: i dati relativi ai periodi precedenti al 1994 sono stime della BCE.

Fin dai primi anni ottanta il tasso di disoccupazione femminile si colloca in media 4,9 punti percentuali al di sopra di quello maschile. Negli Stati Uniti, al contrario, negli ultimi trent'anni il tasso di disoccupazione femminile è stato in media leggermente inferiore a quello maschile, senza tuttavia che la forbice superasse mai l'uno per cento. L'elevato divario che nell'area dell'euro persiste tra la disoccupazione maschile e quella femminile indica l'esistenza di ostacoli strutturali alla crescita dell'occupazione, che agiscono soprattutto a danno delle donne: un livello più basso di istruzione, la mancanza di servizi di custodia dei bambini a prezzi accessibili, i regimi fiscali e quelli di assistenza previdenziale. Proprio questi ultimi (ad

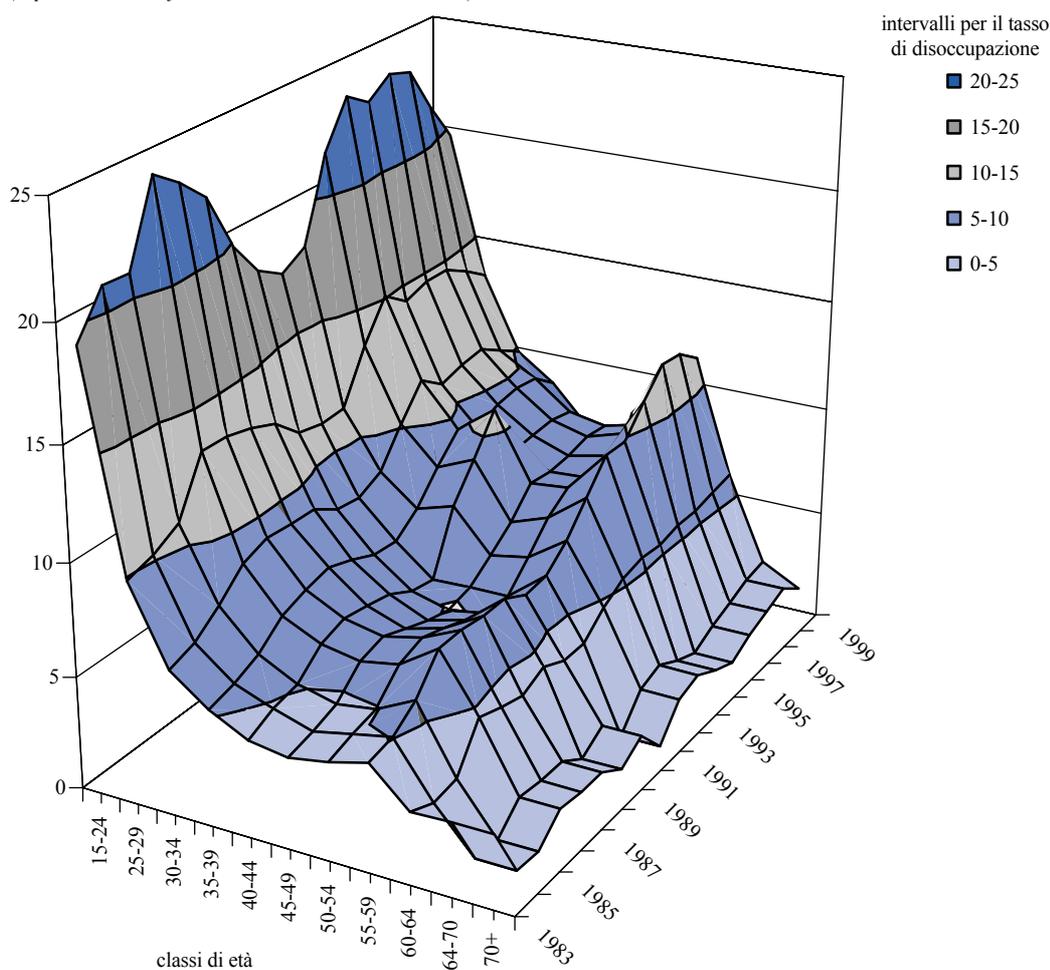
esempio, con l'erogazione di indennità di maternità) possono rendere meno inclini a cercare un'occupazione le giovani madri che percepiscono prestazioni previdenziali o le donne sposate il cui marito lavora. Allontanando per un certo periodo di tempo queste persone dal mercato del lavoro, ciò può determinare un minore sviluppo del loro capitale umano, riducendone la possibilità di trovare occupazione in futuro.

Va osservato che i paesi che presentano una maggiore dispersione dei tassi di disoccupazione per le diverse categorie – in particolare per sesso e per classi di età – tendono a presentare un livello complessivo di disoccupazione più elevato.

**Figura 10**

**Tassi di disoccupazione per classi dei età nell'area dell'euro**

(in percentuale delle forze di lavoro in ciascuna classe di età)



Fonte: Eurostat.

Nota: i dati relativi ai periodi precedenti al 1994 sono stime della BCE.

## Tavola 2

### Tassi di disoccupazione per livello di istruzione nell'area dell'euro

(in percentuale delle forze di lavoro con il corrispondente livello di istruzione)

	1995	1996	1997
Universitaria	6,1	6,2	6,3
Secondaria superiore	7,8	8,2	8,5
Fino alla secondaria inferiore	11,9	12,1	12,2

Fonte: Eurostat.

Nota: i dati si riferiscono alla popolazione di età compresa tra i 25 e i 59 anni.

La disaggregazione per categorie dei dati sulla disoccupazione è quindi un aspetto importante nell'analisi dei mercati del lavoro dell'area dell'euro (cfr. figura 10). Tra i giovani i tassi di disoccupazione sono doppi rispetto a quelli complessivi per l'area. La stessa tendenza si osserva negli Stati Uniti, dove però il problema si concentra soprattutto tra i giovani di età inferiore ai 20 anni, che in genere hanno un livello di istruzione più basso rispetto a quelli della stessa fascia di età nell'area dell'euro; in quest'ultima il tasso di disoccupazione è molto elevato anche per i giovani di età compresa tra i 20 e i 24 anni.

Un altro aspetto del mercato del lavoro dell'area dell'euro, anch'esso in contrasto con la situazione esistente negli Stati Uniti, è il continuo aumento del tasso di disoccupazione delle persone di età compresa tra i 55 e i 59 anni. Alla fine degli anni novanta esso superava il 10 per cento, un livello doppio rispetto

a quello dei primi anni ottanta. Il fenomeno, da attribuire principalmente all'aumento della disoccupazione maschile in questa fascia di età, deriva in parte dalle ristrutturazioni su vasta scala intervenute in taluni comparti industriali, tra i quali il settore minerario, che occupa prevalentemente lavoratori maschi e in età avanzata. Le competenze dei lavoratori più anziani occupati nei settori industriali in declino non coincidono con quelle richieste dai settori in espansione.

Come già illustrato nella sezione riguardante l'occupazione, l'evoluzione del mercato del lavoro negli ultimi vent'anni non ha favorito i lavoratori scarsamente qualificati, una categoria il cui tasso di disoccupazione è aumentato. Secondo i dati disponibili, bassi livelli d'istruzione corrispondono a più elevati tassi di disoccupazione (cfr. tavole 2 e 3). Oltre il 22 per cento dei disoccupati si collocano nella categoria dei lavoratori scarsamente qualificati (ossia di coloro la

## Tavola 3

### Disoccupazione e occupazione nel 1997 nell'area dell'euro: composizione per categoria professionale

(in percentuale della disoccupazione e dell'occupazione totale)

	Ultima occupazione (per i disoccupati)	Categoria professionale (per gli occupati)
Legislatori, dirigenti e imprenditori	2,5	6,4
Professioni intellettuali	4,9	11,9
Professioni tecniche intermedie	9,7	13,1
Professioni esecutive amministrative	10,5	13,1
Professioni connesse alla vendita e ai servizi	15,6	12,8
Lavoratori nell'agricoltura e pesca	2,5	4,1
Lavoratori nell'artigianato e settori connessi	22,4	16,6
Addetti a impianti e macchinari	9,6	8,8
Professioni non qualificate	22,2	9,3
Forze armate	0,2	0,6
Nessuna risposta	-	0,9
Totale occupati/disoccupati	100,0	100,0

Fonte: Eurostat.

cui precedente occupazione era nelle “professioni non qualificate”), una categoria che rappresenta solo il 9,3 per cento dell’occupazione totale. Per contro, i lavoratori altamente qualificati corrono un minore rischio di restare disoccupati.

### Forte disomogeneità regionale

I tassi di disoccupazione non sono distribuiti in modo omogeneo a livello nazionale e regionale. A un elevato tasso di disoccupazione nazionale fa riscontro di solito una forte dispersione di quelli regionali. Nel 1998 la forbice tra i tassi di disoccupazione regionali superava i 20 punti percentuali in Italia e in Spagna e i 18 punti in Germania, e raggiungeva 15,7 punti in Francia, anche se in quest’ultimo paese la deviazione standard dei tassi di disoccupazione risultava molto inferiore a quelle degli altri tre. Un forte e persistente divario tra i tassi di disoccupazione a livello regionale può significare che il processo di formazione dei salari è troppo rigido e non consente a questi ultimi di adattarsi alle condizioni del mercato del lavoro e ai livelli di produttività locali. Per quanto riguarda le differenze tra i livelli di disoccupazione dei singoli paesi, esse sono dovute in parte alla scarsa mobilità del lavoro all’interno dell’area dell’euro.

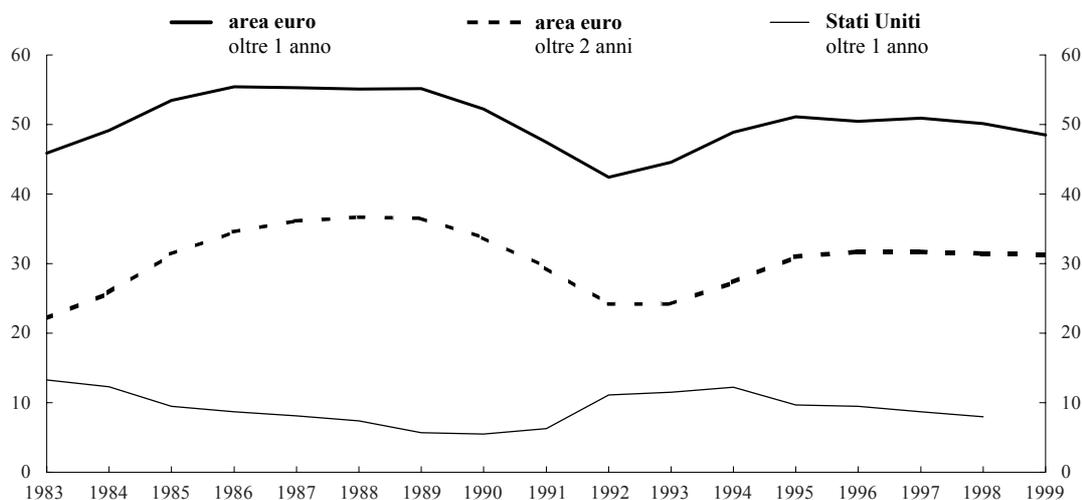
### Elevata durata media della disoccupazione

Infine, un altro importante aspetto dei mercati del lavoro nell’area dell’euro è la forte incidenza della disoccupazione di lunga durata. Sotto questo profilo, la situazione contrasta marcatamente con quella degli Stati Uniti (cfr. figura 11). In questo paese le persone che nel 1998 erano alla ricerca di un posto di lavoro da oltre un anno erano solo l’8 per cento del totale, mentre il 42,2 per cento dei senza lavoro era disoccupato da meno di un mese. Nello stesso anno, nell’area dell’euro i disoccupati da oltre un anno erano più del 50 per cento del totale, e quelli che lo erano da più di due anni sfioravano un terzo della disoccupazione complessiva. Quello della disoccupazione di lunga durata è un problema generalizzato nei mercati del lavoro dell’area dell’euro: la sua incidenza è elevata in tutti gli Stati membri, compresi quelli con un basso tasso di disoccupazione. Una possibile spiegazione del fenomeno è che le caratteristiche strutturali dei mercati del lavoro dell’area hanno contribuito a far cristallizzare aumenti di disoccupazione dovuti a shock economici sfavorevoli. In altre parole, le persone che avevano perso il lavoro in una fase di recessione sono poi rimaste disoccupate per motivi

**Figura 11**

### Durata della disoccupazione nell’area dell’euro e negli Stati Uniti

(in percentuale dei disoccupati)



Fonti: Eurostat e OCSE.

Nota: i dati relativi ai periodi precedenti al 1994 sono stime della BCE.

strutturali; tra questi vanno citati i sussidi di disoccupazione, che possono aver funzionato

da disincentivo a trovare rapidamente un nuovo posto di lavoro.

## 5 Fattori strutturali che incidono sul mercato del lavoro

Dall'analisi che precede sono emersi alcuni problemi profondamente radicati nei mercati del lavoro dell'area dell'euro, che incidono sull'occupazione, sulla partecipazione della forza lavoro e sulla disoccupazione. Le risultanze essenziali dell'analisi sono indicate di seguito.

- Negli ultimi 40 anni, l'area dell'euro ha registrato un calo tendenziale del tasso di occupazione e un aumento della disoccupazione. Negli Stati Uniti, invece, è cresciuto il tasso di occupazione, mentre la disoccupazione si è mantenuta sostanzialmente stabile.
- Il settore dei servizi è relativamente sottosviluppato nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti è all'origine di gran parte della recente crescita dell'occupazione.
- Nell'area dell'euro i problemi del mercato del lavoro risultano concentrati in determinate categorie sociali: le donne, i giovani, i lavoratori più anziani e quelli scarsamente qualificati, per i quali si osservano tassi di occupazione più bassi e livelli più elevati di disoccupazione e non partecipazione. Per gli uomini della classe centrale di età dotata di buone qualifiche, la situazione sul mercato del lavoro è sostanzialmente comparabile a quella degli Stati Uniti.
- In alcuni paesi dell'area dell'euro la disoccupazione presenta una significativa dimensione regionale.
- Nell'area dell'euro esiste un grave problema di disoccupazione di lunga durata, mentre per quella di breve periodo i livelli sono generalmente analoghi a quelli degli Stati Uniti.

Questi aspetti si possono ricondurre, come è stato fatto in "Strategia per l'Occupazione" dell'OCSE, a una serie di fattori strutturali tra cui gli incentivi al lavoro, il costo del lavoro, i fenomeni di *mismatch*, gli assetti normativi e

l'esclusione di lunga durata dal mercato del lavoro. Tutti questi aspetti vengono esaminati in maggior dettaglio più avanti. Tuttavia, da più parti si sostiene che anche l'interazione fra le crisi macroeconomiche e le istituzioni del mercato del lavoro possono aver contribuito a far salire la disoccupazione in Europa. Un assetto istituzionale eccessivamente rigido può infatti aver ostacolato il necessario adeguamento all'evoluzione del contesto economico, determinando una più elevata persistenza della disoccupazione.

### Inadeguati incentivi al lavoro

Determinati fattori che incidono sul mercato del lavoro possono funzionare da disincentivo a lavorare. La diminuzione della retribuzione netta per effetto del forte prelievo fiscale e dei pesanti contributi sociali può rendere il lavoro meno appetibile. Lo stesso effetto può essere determinato da un regime di sussidi di disoccupazione o di altre prestazioni previdenziali troppo generoso o senza limiti temporali, che riduce per i disoccupati l'incentivo a cercare un posto di lavoro. Anche le misure di prepensionamento possono disincentivare i lavoratori in fascia di età più avanzata dal continuare a lavorare. L'incentivazione a lavorare può essere ridotta anche da altri fattori, ad esempio la mancanza di asili nido a costi accessibili, con il risultato di diminuire l'occupazione e di far aumentare il tasso di disoccupazione e quello di inattività.

### Costi del lavoro eccessivamente elevati

Livelli troppo elevati del costo del lavoro possono ridurre la domanda di lavoro da parte delle imprese, determinando così un minor livello dell'occupazione. Il costo del lavoro può salire non solo per effetto dell'aumento delle retribuzioni, ma anche a causa di costi non salariali quali i contributi sociali. Nell'area dell'euro gli effetti negativi dell'alto costo del

lavoro possono concentrarsi su taluni segmenti del mercato del lavoro o su determinate regioni. L'alto costo del lavoro può rappresentare un problema soprattutto per le categorie di lavoratori a bassa produttività, come i giovani e le persone scarsamente qualificate. I livelli retributivi troppo elevati, così come la scarsa differenziazione delle retribuzioni, possono essere la spia di meccanismi di contrattazione che privilegiano gli occupati a scapito dei disoccupati e non consentono una sufficiente flessibilità a livello regionale. L'esistenza dei minimi salariali può avere inoltre effetti significativi sull'assunzione di lavoratori giovani o scarsamente qualificati, soprattutto se i loro livelli di produttività sono inferiori.

### **I fenomeni di *mismatch***

L'esistenza di una elevata disoccupazione può essere dovuta a fenomeni di *mismatch* – cioè di diversa composizione della domanda e dell'offerta di lavoro – che sorgono a vari livelli. Può accadere che vi siano posti di lavoro disponibili, ma che i lavoratori restino disoccupati perché non dispongono delle qualifiche richieste. Come già illustrato, nell'area dell'euro i disoccupati hanno in genere livelli di qualificazione inferiori alla media e risultano inadatti per offerte di lavoro destinate a lavoratori più qualificati. La concentrazione regionale della disoccupazione indica inoltre la probabile esistenza di squilibri geografici laddove vi sono ostacoli alla mobilità delle persone dalle aree ad alta disoccupazione verso quelle a bassa disoccupazione. Ciò riguarda i potenziali spostamenti di lavoratori sia all'interno di ciascun paese sia tra i diversi paesi dell'area. Tra i fattori che possono ostacolare i trasferimenti da un paese all'altro figurano le barriere linguistiche e culturali, nonché la non trasferibilità dei diritti pensionistici, mentre gli ostacoli alla mobilità interna al paese possono derivare dal funzionamento dei mercati dell'edilizia abitativa, in particolare dalla mancanza di alloggi con affitti accessibili. La mancanza di adeguate infrastrutture di trasporto può inoltre scoraggiare la ricerca di posti di lavoro che comportino spostamenti ancorché sulla breve distanza.

### **Gli assetti normativi**

In molti casi, gli interventi normativi possono incidere sul mercato del lavoro e produrre effetti negativi non voluti. In settori quali la sicurezza e la sanità, è opinione prevalente che lo stato debba intervenire, anche se la relativa normativa riduce la flessibilità o fa lievitare il costo del lavoro. Ma in altri settori, ad esempio quello della tutela dell'occupazione, l'opportunità di un intervento statale è assai più controversa. Benché non esista evidenza empirica a sostegno della tesi che la normativa in tal senso condurrebbe a una maggior disoccupazione di natura strutturale, è tuttavia opinione diffusa che la normativa in questione possa far aumentare la durata media della disoccupazione, ridurre la partecipazione alle forze di lavoro e rallentare l'adeguamento dell'occupazione ai mutamenti del contesto economico. Come è emerso dall'analisi sopra esposta, molti di questi problemi sembrano attualmente affliggere l'area dell'euro. Ma sul funzionamento del mercato del lavoro possono incidere anche provvedimenti che non lo riguardano in modo diretto, ad esempio le normative statali che rendono più difficoltosa la creazione di nuove imprese o, più in generale, gli ostacoli burocratici che scoraggiano l'imprenditorialità. Altre limitazioni relative a determinati aspetti del mercato dei prodotti, come i limiti imposti agli orari di apertura dei negozi, possono aver rallentato lo sviluppo del settore dei servizi nell'area dell'euro.

### **L'esclusione di lunga durata dal mercato del lavoro**

Gli elevati livelli di disoccupazione di lunga durata nell'area dell'euro segnalano l'esistenza di una vasta fascia di lavoratori non facilmente reintegrabili nel mercato del lavoro. Trascorrere un lungo periodo senza lavorare può rendere obsoleto il capitale umano delle persone e far sì che le imprese esitino ad assumerle. Più il tempo passa, più queste persone tendono a perdere lo stimolo a cercare attivamente un'occupazione e, alla fine, a ritirarsi in pratica dal mercato del lavoro, pur continuando talvolta a essere classificati come "disoccupati".

## Riquadro 2

### Iniziative comunitarie per il mercato del lavoro

Negli ultimi tre anni si sono moltiplicate le iniziative a livello comunitario per affrontare il problema della elevata disoccupazione e del basso tasso di occupazione in Europa. Tali iniziative, indicate nelle conclusioni dei più recenti vertici del Consiglio europeo, sono sintetizzate in questo riquadro.

Al vertice di Lussemburgo del Consiglio europeo (12 e 13 dicembre 1997), sul coordinamento delle politiche economiche in vista dell'Unione economica e monetaria, è stato deciso di definire una strategia coordinata in materia di occupazione nel quadro degli "Indirizzi di massima per la politica economica", degli "Orientamenti in materia di occupazione" e dei "Piani d'azione nazionali" per l'occupazione. Mentre i Piani d'azione nazionali, predisposti dai singoli Stati membri, individuano aree specifiche d'intervento nel paese interessato, gli orientamenti in materia di occupazione definiscono dei principi generali per migliorare il funzionamento del mercato del lavoro. Questi principi fanno capo a quattro aree d'intervento: (1) migliorare le possibilità di trovare un'occupazione, soprattutto per i giovani e i disoccupati di lunga durata; (2) stimolare l'imprenditorialità, facilitando la creazione di nuove imprese e la loro gestione; (3) incoraggiare l'adattabilità delle imprese e dei loro dipendenti, in particolare attraverso rapporti di lavoro più flessibili; infine (4) potenziare le politiche a favore delle pari opportunità per uomini e donne, per consentire un maggior tasso di partecipazione delle donne al mercato del lavoro.

Partendo dalla considerazione che un miglior funzionamento dei mercati e un ulteriore sviluppo delle nuove tecnologie possono avere effetti benefici sull'occupazione, il Consiglio europeo di Cardiff (15 e 16 giugno 1998) ha lanciato un processo inteso ad avviare riforme che migliorino la competitività e il funzionamento dei mercati dei beni, dei servizi e dei capitali. Il processo di Cardiff offre inoltre l'opportunità di realizzare riforme strutturali che promuovano al massimo l'occupazione.

Al vertice di Vienna (11 e 12 dicembre 1998) il Consiglio europeo ha deciso che le politiche di stimolo all'occupazione, incluse le politiche macroeconomiche rivolte alla stabilità e alla crescita, e l'attuazione delle necessarie riforme strutturali devono essere inserite in una strategia di ampio respiro. Il "Patto europeo per l'occupazione", adottato dal vertice di Colonia (3 e 4 giugno 1999) viene ad integrare i due pilastri nati dal processo di Lussemburgo e dal processo di Cardiff con un terzo pilastro, consistente in un dialogo costante, a livello comunitario, sulle questioni macroeconomiche, fra tutti i soggetti economici interessati, ossia i governi nazionali, la Commissione europea, la Banca centrale europea e le parti sociali.

Al vertice straordinario di Lisbona (23 e 24 marzo 2000), il Consiglio europeo ha infine definito un metodo di coordinamento aperto per affrontare le nuove sfide derivanti alla globalizzazione e dall'emergere di una nuova economia basata sulla conoscenza. Tale metodo consiste in incontri periodici intesi a verificare e valutare i progressi compiuti nell'ambito dei processi di Cardiff e di Lussemburgo.

## 6 Osservazioni conclusive

I problemi profondamente radicati che riguardano i mercati del lavoro dell'area dell'euro, analizzati in modo sintetico in questo articolo, sono di natura prevalentemente strutturale. Sono varie le misure di politica economica disponibili per affrontarli. Naturalmente, le decisioni in materia sono di competenza dei governi nazionali e delle parti sociali e le riforme strutturali necessarie dipendono dalla natura specifica dei problemi

di ciascun paese. Tuttavia, negli ultimi anni l'Unione europea ha moltiplicato gli sforzi per promuovere riforme strutturali rivolte a migliorare il funzionamento dei mercati del lavoro (cfr. il riquadro 2). Il processo avviato dal Consiglio europeo nel 1997 nel vertice di Lussemburgo è finalizzato a coordinare e rendere più efficaci le politiche dei singoli Stati membri in materia di occupazione e di riforme del mercato del lavoro.

Nel quadro di tale processo gli Stati membri adottano ogni anno “Orientamenti in materia di occupazione”, che vengono poi messi in atto nei “Piani d’azione” nazionali.

I progressi compiuti finora nell’affrontare i problemi sopra esposti attraverso l’attuazione di riforme strutturali non sono stati uniformi: alcuni paesi hanno adottato un ampio insieme di provvedimenti, mentre altri si sono dimostrati assai meno ambiziosi. Nuove misure sono state decise per migliorare il funzionamento dei mercati dei prodotti, mentre minori sono stati i progressi sul fronte della riforma dei mercati del lavoro. La maggior parte dei paesi dell’area dell’euro dimostrano un impegno attivo nella realizzazione di misure rivolte al mercato del lavoro che consentano il reinserimento dei disoccupati (in particolare quelli di lunga durata, i giovani e quelli

scarsamente qualificati). Vi sono state anche alcune riforme, benché di portata ancora limitata, dei regimi fiscali e previdenziali, con l’obiettivo di creare maggiori incentivi al lavoro e di ridurre il costo del lavoro per le imprese. In taluni paesi con carenza di manodopera sono state varate misure per stimolare la partecipazione alle forze di lavoro. Altri paesi hanno introdotto disposizioni per riformare la normativa che regola i contratti a tempo determinato o a breve scadenza e il lavoro a tempo parziale.

Anche se è probabile che nell’area dell’euro si verifichi un’ulteriore diminuzione del tasso di disoccupazione per effetto dell’attuale fase di espansione economica, per consentire una sua riduzione durevole e di entità significativa occorreranno ulteriori sostanziali miglioramenti di carattere strutturale del funzionamento del mercato del lavoro.



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



# Indice

## Statistiche

1	Statistiche sulla politica monetaria	
1.1	Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	4*
1.2	Tassi di interesse della BCE	6*
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	6*
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria	8*
1.5	Posizione di liquidità del sistema bancario	9*
2	Andamenti monetari nell'area dell'euro	
2.1	Bilancio aggregato dell'Eurosistema	10*
2.2	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro, escluso l'Eurosistema	11*
2.3	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro, incluso l'Eurosistema	12*
2.4	Aggregati monetari	14*
2.5	Prestiti delle IFM, distinti per controparte, forma tecnica e scadenza originaria	17*
2.6	Depositi presso le IFM, per settore depositante e per tipo di strumento	18*
2.7	Principali attività e passività delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro	19*
2.8	Scomposizione per valuta di alcune passività e attività delle IFM dell'area dell'euro	20*
3	Mercati finanziari e tassi di interesse nell'area dell'euro	
3.1	Tassi di interesse del mercato monetario	22*
3.2	Rendimenti dei titoli di Stato	23*
3.3	Indici del mercato azionario	24*
3.4	Tassi di interesse bancari al dettaglio	25*
3.5	Emissioni di titoli, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione	26*
3.6	Titoli denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente	28*
4	IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro	
4.1	Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)	34*
4.2	Altri indicatori dei prezzi	35*
5	Indicatori congiunturali per l'area dell'euro	
5.1	Conti nazionali	36*
5.2	Altri indicatori congiunturali	38*
5.3	Inchieste congiunturali presso le famiglie e le imprese	39*
5.4	Indicatori del mercato del lavoro	40*
6	Risparmio, investimenti e saldi finanziari nell'area dell'euro	41*
7	Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro e nei paesi dell'area	42*
8	Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro (incluse le riserve)	
8.1	Bilancia dei pagamenti: principali voci	44*
8.2	Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale	45*
8.3	Bilancia dei pagamenti: conto dei redditi	46*
8.4	Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti e di portafoglio	47*
8.5	Bilancia dei pagamenti: altri investimenti e riserve ufficiali	48*
8.6	Posizione patrimoniale verso l'estero e riserve ufficiali	50*
9	Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni)	51*
10	Tassi di cambio	54*
11	Indicatori economici e finanziari per gli altri Stati membri della UE	56*
12	Indicatori economici e finanziari per i principali paesi non UE	
12.1	Indicatori economici e finanziari	57*
12.2	Risparmio, investimenti e saldi finanziari	58*
	<b>Note tecniche</b>	<b>59*</b>
	<b>Note generali</b>	<b>61*</b>

# I Statistiche sulla politica monetaria

**Tavola 1.1**

**Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema <sup>1)</sup>**

(milioni di euro)

**1. Attività**

	Oro e crediti in oro	Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	Prestiti in euro a controparti del settore finanziario dell'area dell'euro	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanz. a più lungo termine	Operazioni temporanee di fine-tuning
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999 10 dic.	114.955	240.344	13.728	4.395	230.117	164.018	64.999	0
17	114.745	242.368	13.795	4.998	225.423	148.972	74.996	0
24	114.745	242.368	13.795	4.998	225.423	148.972	74.996	0
31	116.612	254.880	14.383	4.822	250.079	161.988	74.996	0
2000 7 gen.	116.612	255.118	14.739	4.834	238.670	161.988	74.996	0
14	116.512	255.640	14.086	4.993	181.388	105.036	74.996	0
21	116.304	256.607	13.091	5.101	191.454	112.009	74.998	0
28	116.295	256.333	14.754	4.772	216.714	146.035	69.996	0
4 feb.	116.248	257.465	15.278	4.505	202.290	131.113	69.996	0
11	116.071	257.133	15.969	4.602	199.257	128.096	69.996	0
18	116.000	256.516	15.419	4.801	196.077	125.052	69.996	0
25	115.946	255.627	15.454	4.716	193.309	121.956	69.996	0
3 mar.	115.945	254.584	16.076	4.658	218.321	152.003	64.998	0
10	115.945	254.985	15.547	4.466	201.929	136.101	64.998	0
17	115.945	256.714	15.276	4.632	197.820	132.022	64.996	0
24	115.945	255.508	15.455	4.149	202.874	137.008	64.996	0
31	115.676	267.136	16.938	4.131	201.733	140.871	60.000	0
7 apr.	115.677	267.192	16.746	4.616	197.546	136.770	60.000	0
14	115.677	267.972	16.706	4.564	190.999	129.864	60.000	0
21	115.677	267.366	17.335	4.829	201.782	140.115	60.000	0
28	115.677	267.406	17.349	4.833	209.911	147.156	59.999	0
5 mag.	115.677	266.475	17.500	4.834	214.169	152.812	59.999	0

**2. Passività**

	Banconote	Passività in euro verso controparti del settore finanziario dell'area dell'euro					Certificati di debito	
	1	2	Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	Depositi overnight	Depositi a tempo determinato	Operazioni temporanee di fine-tuning	Depositi connessi a scarti di garanzia	8
1999 10 dic.	357.245	103.584	101.621	1.815	0	0	148	7.876
17	370.789	105.444	105.317	111	0	0	16	7.876
24	370.789	105.127	105.000	111	0	0	16	7.876
31	374.953	117.427	114.799	2.618	0	0	10	7.876
2000 7 gen.	364.659	137.689	123.060	135	14.420	0	74	7.876
14	355.655	92.476	92.272	137	0	0	67	7.876
21	349.981	102.388	101.964	406	0	0	18	7.876
28	347.953	115.650	115.525	105	0	0	20	7.876
4 feb.	349.983	108.021	107.970	32	0	0	19	7.876
11	348.690	107.672	107.624	29	0	0	19	7.876
18	346.113	109.479	109.386	68	0	0	25	7.876
25	345.046	95.549	95.429	97	0	0	23	7.876
3 mar.	349.733	122.882	122.828	39	0	0	15	7.876
10	349.984	105.429	105.367	46	0	0	16	7.876
17	347.725	106.159	105.799	343	0	0	17	7.876
24	345.861	103.195	102.997	182	0	0	16	7.876
31	347.917	111.151	110.076	1.075	0	0	0	6.265
7 apr.	351.026	112.258	112.229	29	0	0	0	6.265
14	351.012	101.179	101.157	22	0	0	0	6.265
21	355.714	113.857	109.440	4.416	0	0	1	6.265
28	354.266	111.871	101.478	10.371	0	0	22	6.265
5 mag.	355.893	122.195	122.129	41	0	0	25	6.265

Fonte: BCE.

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

								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	78	224	798	24.055	60.153	76.990	764.737	1999 10 dic.	
0	96	401	958	23.991	59.649	76.019	760.988	17	
0	96	401	958	23.991	59.649	75.700	760.669	24	
0	11.429	404	1.262	23.521	59.180	80.150	803.627	31	
0	105	400	1.181	23.701	59.236	79.070	791.980	2000 7 gen.	
0	102	63	1.191	23.797	59.236	80.833	736.485	14	
0	3.526	44	877	23.993	59.236	79.505	745.291	21	
0	27	82	574	24.037	59.251	80.593	772.749	28	
0	18	110	1.053	24.363	59.255	83.072	762.476	4 feb.	
0	135	76	954	24.205	59.255	82.933	759.425	11	
0	48	30	951	24.071	59.255	83.715	755.854	18	
0	21	84	1.252	24.576	59.255	83.324	752.207	25	
0	402	96	822	24.850	59.021	84.194	777.649	3 mar.	
0	67	97	666	24.916	59.021	83.180	759.989	10	
0	30	92	680	24.695	59.021	83.085	757.188	17	
0	24	114	732	25.208	59.021	83.018	761.178	24	
0	62	69	731	25.309	59.021	84.477	774.421	31	
0	132	67	577	24.954	59.021	84.676	770.428	7 apr.	
0	289	76	770	25.034	59.021	85.629	765.602	14	
0	430	60	1.177	24.944	59.021	86.251	777.205	21	
0	1.573	29	1.154	24.937	59.021	83.828	782.962	28	
0	144	32	1.182	25.347	59.032	83.446	786.480	5 mag.	

								Totale	
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	Contropartite dei DSP dell'FMI	Altre passività	Rivalutazioni	Capitale e riserve		
9	10	11	12	13	14	15	16	17	
76.886	6.053	1.261	9.794	6.229	52.733	89.835	53.241	764.737	1999 10 dic.
52.373	7.343	1.027	12.008	6.229	54.821	89.835	53.243	760.988	17
52.373	7.343	1.027	12.008	6.229	54.819	89.835	53.243	760.669	24
60.614	7.834	926	11.901	6.531	54.714	107.477	53.374	803.627	31
40.227	7.674	927	11.822	6.531	53.689	107.477	53.409	791.980	2000 7 gen.
38.341	6.922	1.028	11.689	6.531	55.084	107.470	53.413	736.485	14
42.016	7.306	820	11.767	6.531	55.730	107.469	53.407	745.291	21
56.784	7.043	1.177	13.279	6.531	55.583	107.469	53.404	772.749	28
50.717	7.030	999	14.477	6.531	55.919	107.483	53.440	762.476	4 feb.
50.813	6.912	1.046	13.138	6.531	55.150	107.379	54.218	759.425	11
48.627	7.062	823	11.923	6.531	55.822	107.379	54.219	755.854	18
60.837	7.792	770	10.520	6.531	55.663	107.379	54.244	752.207	25
55.238	6.998	807	10.082	6.531	55.879	107.379	54.244	777.649	3 mar.
54.599	7.076	805	9.877	6.531	56.159	107.379	54.274	759.989	10
51.599	6.899	882	11.340	6.531	56.554	107.357	54.266	757.188	17
61.001	7.135	884	9.624	6.532	57.476	107.357	54.237	761.178	24
52.334	7.001	933	9.924	6.762	59.864	118.011	54.259	774.421	31
46.811	7.545	900	11.285	6.762	54.965	118.008	54.603	770.428	7 apr.
51.133	7.086	884	13.039	6.763	55.630	118.007	54.604	765.602	14
45.684	7.323	958	13.035	6.763	54.995	118.007	54.604	777.205	21
53.831	7.694	816	13.523	6.763	55.321	118.007	54.605	782.962	28
45.523	7.357	805	13.271	6.763	55.739	118.007	54.662	786.480	5 mag.

## Tavola 1.2

### Tassi di interesse della BCE

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

Con effetto dal	Depositi overnight presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali <sup>1)</sup>		Operazioni di rifinanziamento marginale	
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Variazione 4	Livello 5	Variazione 6
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	0,25	4,75	0,25

Fonte: BCE.

- 1) Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è il tasso praticato nelle aste a tasso fisso. Le variazioni del tasso hanno effetto dalla data di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale successiva all'annuncio della variazione. Le date di regolamento e i relativi ammontari sono riportati nella Tavola 1.3.
- 2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4 - 21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.

## 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)

#### 1. 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 nov.	2.344.082	66.000	2,50	-	-	-	14
10	404.857	74.000	3,00	-	-	-	14
17	484.348	69.000	3,00	-	-	-	14
24	687.973	74.000	3,00	-	-	-	14
1 dic.	1.018.950	72.000	3,00	-	-	-	14
8	1.141.163	92.000	3,00	-	-	-	14
15	286.824	57.000	3,00	-	-	-	15
22	1.505.405	92.000	3,00	-	-	-	21
30	485.825	70.000	3,00	-	-	-	20
2000 12 gen.	914.566	35.000	3,00	-	-	-	14
19	1.145.548	77.000	3,00	-	-	-	14
26	1.520.993	69.000	3,00	-	-	-	14
2 feb.	3.012.630	62.000	3,00	-	-	-	14
9	1.036.648	66.000	3,25	-	-	-	14
16	1.022.832	59.000	3,25	-	-	-	14
23	2.126.309	63.000	3,25	-	-	-	14
1 mar.	2.901.133	89.000	3,25	-	-	-	14
8	1.627.522	47.000	3,25	-	-	-	14
15	4.165.993	85.000	3,25	-	-	-	14
22	1.661.995	52.000	3,50	-	-	-	14
29	3.022.435	89.000	3,50	-	-	-	14
5 apr.	2.869.408	48.000	3,50	-	-	-	14
12	4.290.278	82.000	3,50	-	-	-	15
19	4.277.306	58.000	3,50	-	-	-	15
27	5.492.939	89.000	3,50	-	-	-	13
4 mag.	4.624.944	64.000	3,75	-	-	-	13
10	6.352.776	72.000	3,75	-	-	-	14

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.

## 2. 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 giu.	76.284	15.000	-	2,63	2,64	91		
29	64.973	15.000	-	2,65	2,66	91		
26 ago.	52.416	15.000	-	2,65	2,66	91		
30 set.	41.443	15.000	-	2,66	2,67	84		
28 ott.	74.430	25.000	-	3,19	3,42	91		
25 nov.	74.988	25.000	-	3,18	3,27	98		
23 dic.	91.088	25.000	-	3,26	3,29	98		
2000 27 gen.	87.052	20.000	-	3,28	3,30	91		
2 mar.	72.960	20.000	-	3,60	3,61	91		
30	74.929	20.000	-	3,78	3,80	91		
27 apr.	64.094	20.000	-	4,00	4,01	91		

## 3. Altre operazioni effettuate mediante asta

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

## 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 c/c; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi)	Titoli obbligazionari con scadenza fino a 2 anni	Titoli di mercato monetario	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi)	Pronti contro termine	Titoli obbligazionari con scadenza oltre i 2 anni
	1	2	3	4	5	6	7
1999 mar.	8.684,9	4.803,1	88,8	151,2	1.125,6	549,8	1.966,4
apr.	8.741,1	4.827,6	93,3	160,3	1.129,3	542,0	1.988,6
mag.	8.797,6	4.867,1	101,1	158,7	1.130,8	541,0	1.999,0
giu.	8.857,3	4.916,6	106,3	152,0	1.145,5	517,6	2.019,3
lug.	8.848,9	4.895,7	109,2	155,5	1.153,5	513,8	2.021,2
ago.	8.856,3	4.893,0	113,2	165,4	1.164,9	484,8	2.035,0
set.	8.969,1	4.912,7	120,6	170,0	1.166,5	537,2	2.062,1
ott.	9.083,7	4.967,3	129,0	178,5	1.180,3	554,2	2.074,5
nov.	9.295,2	5.079,6	135,9	202,9	1.193,3	562,6	2.121,0
dic.	9.187,4	5.123,4	113,5	169,3	1.204,9	503,5	2.072,8
2000 gen.	9.265,7	5.164,6	108,0	156,8	1.210,3	547,9	2.078,2
feb.	9.338,4	5.189,6	114,5	164,5	1.220,7	553,1	2.096,0
mar. <sup>(p)</sup>	9.490,8	5.308,7	116,9	174,8	1.231,5	543,2	2.115,7

Fonte: BCE.

- 1) Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle sue emissioni di titoli obbligazionari con scadenza fino a 2 anni e dei titoli di mercato monetario detenuti dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. Tale percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.
- 2) I periodi di mantenimento decorrono dal giorno 24 di ciascun mese al giorno 23 del mese successivo; l'ammontare dell'obbligo di riserva è calcolato in base alle consistenze delle passività soggette a riserva alla fine del mese precedente.

#### 2. Assolvimento dell'obbligo di riserva <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 remunerazione della riserva obbligatoria <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5
1999 mag.	100,2	101,0	0,8	0,0	2,50
giu.	100,9	101,5	0,6	0,0	2,50
lug.	102,0	102,7	0,8	0,0	2,50
ago.	102,8	103,5	0,6	0,0	2,50
set.	102,6	103,0	0,5	0,0	2,50
ott.	102,8	103,3	0,6	0,0	2,50
nov.	103,4	104,0	0,5	0,0	2,73
dic.	104,9	105,4	0,5	0,0	3,00
2000 gen.	107,7	108,5	0,8	0,0	3,00
feb.	107,5	107,9	0,4	0,0	3,12
mar.	108,0	108,4	0,5	0,0	3,27
apr.	108,7	109,5	0,8	0,0	3,50
mag. <sup>(p)</sup>	111,4	-	-	-	-

Fonte: BCE.

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

## Tavola 1.5

### Posizione di liquidità del sistema bancario <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					Circolante	Conti delle Amm.ni 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	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di creazione di liquidità <sup>2)</sup>				Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>2)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999 feb.	328,2	104,6	34,2	3,8	30,2	1,3	0,2	329,3	41,0	28,9	100,3	430,9
mar.	323,6	136,4	45,0	0,4	0,0	1,4	0,0	326,9	49,8	25,0	102,2	430,5
apr.	338,4	130,1	45,0	0,7	0,0	0,3	0,0	331,0	42,9	39,0	101,1	432,3
mag.	342,5	121,6	45,0	0,8	0,0	0,4	0,0	333,9	36,3	38,0	101,2	435,5
giu.	339,8	132,0	45,0	0,4	0,0	0,6	0,0	337,0	40,4	37,2	101,9	439,6
lug.	342,4	143,1	45,0	0,4	0,0	0,5	0,0	342,1	45,7	39,5	102,9	445,6
ago.	343,2	150,1	45,0	0,5	0,0	1,0	0,0	344,8	47,3	42,1	103,6	449,4
set.	343,5	150,4	45,0	0,2	0,0	0,7	0,0	342,1	51,4	41,6	103,2	446,0
ott.	349,7	143,0	45,0	0,3	0,0	0,6	0,0	342,5	45,4	45,9	103,5	446,7
nov.	351,8	140,5	53,7	0,3	0,0	0,4	0,0	343,1	51,5	47,3	104,2	447,6
dic.	351,7	150,4	65,0	0,3	0,0	1,0	0,0	354,3	59,0	47,5	105,6	460,8
2000 gen.	362,3	138,5	75,0	1,9	0,0	0,5	3,3	363,0	41,0	61,2	108,7	472,3
feb.	367,8	130,9	70,5	0,1	0,0	0,2	0,0	347,6	49,2	64,2	108,1	455,9
mar.	369,2	136,1	66,2	0,2	0,0	0,3	0,0	347,6	51,7	63,5	108,6	456,4
apr.	377,1	136,7	61,0	0,2	0,0	0,9	0,0	349,7	45,6	69,1	109,7	460,3

Fonte: BCE.

- 1) La posizione di liquidità del sistema bancario è definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dagli istituti di credito situati nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema.
- 2) Questa voce include anche le operazioni di politica monetaria effettuate dalle banche centrali nazionali nella Seconda fase dell'UEM e ancora in essere all'inizio della Terza fase (con esclusione delle operazioni definitive e dell'emissione di certificati di debito).
- 3) Saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema.
- 4) Pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (voci da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (voci da 6 a 10).
- 5) Questa voce è calcolata come somma dei depositi overnight presso la banca centrale (voce 7), del circolante (voce 8) e dei saldi di conto corrente degli istituti di credito (voce 11).

## 2 Andamenti monetari nell'area dell'euro

**Tavola 2.1**

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

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

#### 1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli 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>2)</sup>	Immobilitazioni	Altre attività	Totale
	1	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	5	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	9	IFM	Altri residenti				
1997	237,2	215,5	21,1	0,6	114,0	0,7	111,8	1,5	2,9	0,5	2,4	324,1	7,0	51,6	736,7
1998 1° trim.	230,2	208,8	21,2	0,2	106,6	1,2	104,2	1,3	3,0	0,4	2,6	323,5	7,5	39,5	710,3
2° trim.	293,4	272,1	21,1	0,2	105,4	4,8	99,7	0,8	3,2	0,6	2,6	337,2	7,8	47,9	794,9
3° trim.	302,8	281,5	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,8	2,0	2,8	329,4	8,0	50,0	777,6
4° trim.	225,2	204,6	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,5	1,8	3,7	322,3	7,9	49,3	698,0
1999 mar.	608,5	587,9	20,4	0,2	94,0	1,5	91,9	0,6	8,1	4,0	4,1	426,0	9,3	52,2	1.198,3
apr.	540,7	520,1	20,4	0,2	93,2	1,2	91,3	0,7	8,1	4,0	4,1	435,7	9,6	52,8	1.140,2
mag.	481,1	460,5	20,4	0,2	93,1	1,6	90,8	0,7	8,2	4,0	4,2	387,6	9,6	51,1	1.030,9
giu.	788,8	768,3	20,4	0,2	92,4	1,5	90,0	0,9	8,7	4,4	4,3	499,4	9,7	47,1	1.446,1
lug.	755,2	734,7	20,4	0,2	92,3	1,5	89,9	0,9	8,7	4,4	4,3	452,0	9,8	51,6	1.369,8
ago.	530,8	510,2	20,4	0,2	91,9	1,1	90,0	0,7	8,8	4,4	4,4	423,0	9,9	52,8	1.117,1
set.	456,9	436,3	20,4	0,2	92,4	1,4	89,9	1,1	8,7	4,3	4,4	427,9	9,8	47,9	1.043,7
ott.	567,0	546,4	20,4	0,2	92,4	1,9	89,4	1,2	8,6	4,3	4,3	432,6	9,9	53,9	1.164,3
nov.	508,4	487,8	20,4	0,2	92,6	2,1	89,4	1,1	8,8	4,2	4,6	410,3	9,9	56,0	1.086,1
dic.	442,3	422,1	19,7	0,5	89,1	1,9	86,1	1,1	14,1	4,3	9,8	400,6	9,9	55,8	1.011,9
2000 gen.	463,6	443,3	19,8	0,6	90,3	1,7	87,6	1,0	14,2	4,4	9,8	424,3	9,9	52,1	1.054,4
feb.	382,2	361,8	19,8	0,6	93,2	1,8	90,4	1,0	14,2	4,3	9,8	417,5	9,8	52,2	969,0
mar. <sup>3)</sup>	443,2	424,2	18,4	0,6	96,2	2,4	92,7	1,1	14,4	4,3	10,1	439,1	9,8	48,6	1.051,3

#### 2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro	Titoli di mercato monetario			Obbligazioni	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>	Altre passività	Totale	
			IFM	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti						6
1997	354,9	147,0	91,9	51,7	3,4	13,4	14,8	106,0	33,4	67,2	736,7
1998 1° trim.	340,5	137,9	88,4	46,5	3,0	14,0	14,5	107,4	31,7	64,3	710,3
2° trim.	345,5	217,8	159,1	53,4	5,3	14,4	13,3	114,3	27,2	62,5	794,9
3° trim.	341,5	211,8	140,2	66,4	5,2	11,9	12,0	109,6	23,2	67,6	777,6
4° trim.	359,1	152,0	94,2	54,4	3,5	8,5	5,3	97,1	18,6	57,4	698,0
1999 mar.	348,3	549,5	486,6	54,4	8,5	4,9	5,3	138,0	97,9	54,5	1.198,3
apr.	349,6	486,1	440,9	38,0	7,1	4,9	5,3	139,0	105,0	50,4	1.140,2
mag.	353,0	419,7	369,5	41,8	8,3	4,9	5,3	137,4	61,5	49,2	1.030,9
giu.	355,8	724,3	672,3	43,1	8,9	4,9	5,3	140,7	171,4	43,8	1.446,1
lug.	363,6	682,7	620,6	55,5	6,6	4,9	5,3	139,9	124,3	49,2	1.369,8
ago.	358,6	463,7	403,2	53,8	6,6	4,9	5,3	139,9	93,9	50,9	1.117,1
set.	359,4	390,5	332,9	50,1	7,6	3,3	5,3	146,3	88,8	50,1	1.043,7
ott.	361,2	500,6	440,8	50,2	9,5	3,3	5,3	150,6	93,8	49,4	1.164,3
nov.	362,9	443,0	368,3	64,1	10,6	3,3	4,6	150,3	69,5	52,4	1.086,1
dic.	393,0	339,3	277,1	53,4	8,8	3,3	4,6	175,1	49,8	46,9	1.011,9
2000 gen.	365,9	387,5	332,0	47,1	8,4	3,3	4,6	174,6	72,6	45,9	1.054,4
feb.	363,5	311,8	246,7	56,7	8,4	3,3	4,6	173,9	64,4	47,5	969,0
mar. <sup>3)</sup>	365,9	372,0	319,6	43,3	9,1	1,7	4,6	185,7	75,1	46,5	1.051,3

Fonte: BCE.

- 1) La Banca centrale europea è stata istituita il 1° giugno del 1998. I dati relativi all'Eurosistema si riferiscono alla BCE (dal giugno 1998) e alle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro. I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti.
- 2) Dal gennaio 1999 questa voce comprende anche posizioni lorde di natura temporanea nei confronti delle banche centrali nazionali degli Stati membri non facenti parte dell'area dell'euro derivanti dal funzionamento del sistema TARGET. Queste posizioni ammontavano a circa 46 miliardi di euro alla fine di gennaio, 40 miliardi di euro alla fine di febbraio, 51 miliardi di euro alla fine di marzo e 47 miliardi di euro alla fine di aprile 2000. Per le posizioni di fine mese nel 1999, cfr. la nota corrispondente nel Bollettino di febbraio 2000.

## Tavola 2.2

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

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

#### 1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli emessi da residenti nell'area dell'euro			Titoli di mercato monetario			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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
1997	8.436,1	2.905,6	821,4	4.709,1	1.868,4	635,5	1.050,6	182,3	99,7	329,8	94,2	235,6	1.594,8	238,9	796,9	13.364,7		
1998 1° trim.	8.561,6	2.979,8	806,0	4.775,8	1.954,5	652,3	1.103,7	198,6	107,8	384,4	110,9	273,5	1.676,7	238,0	811,3	13.734,3		
2° trim.	8.750,4	3.064,6	808,4	4.877,4	2.007,8	678,1	1.139,4	190,3	104,9	401,5	118,5	283,0	1.668,4	240,3	737,5	13.910,8		
3° trim.	8.844,1	3.073,7	809,8	4.960,5	2.040,0	705,5	1.137,2	197,3	105,8	381,2	109,8	271,4	1.650,8	237,0	785,8	14.044,4		
4° trim.	9.098,4	3.181,5	821,2	5.095,8	2.012,3	721,3	1.102,3	188,7	107,1	424,2	123,3	300,8	1.579,9	243,9	777,4	14.243,2		
1999 mar.	9.252,2	3.277,3	816,8	5.158,1	2.087,4	760,8	1.130,0	196,6	99,1	469,0	126,1	342,9	1.627,6	244,6	877,0	14.656,9		
apr.	9.293,7	3.304,8	809,6	5.179,3	2.103,6	773,7	1.128,1	201,8	104,8	482,3	126,5	355,8	1.622,7	246,4	841,7	14.695,2		
mag.	9.312,1	3.290,6	809,8	5.211,7	2.140,8	787,4	1.145,2	208,2	102,8	497,2	128,1	369,1	1.621,8	247,5	831,1	14.753,1		
giu.	9.452,1	3.330,5	816,5	5.305,1	2.138,3	800,3	1.125,4	212,6	101,9	484,7	124,4	360,3	1.646,0	250,0	865,8	14.938,7		
lug.	9.461,6	3.313,2	808,4	5.340,0	2.131,8	801,7	1.114,1	216,0	108,2	483,3	125,9	357,3	1.630,2	254,5	849,0	14.918,5		
ago.	9.489,5	3.350,1	804,4	5.335,1	2.152,8	810,4	1.118,2	224,3	110,5	482,7	126,7	356,1	1.632,9	255,3	828,6	14.952,4		
set.	9.568,5	3.384,2	809,4	5.374,9	2.179,9	828,0	1.134,5	217,4	111,1	481,5	129,6	351,9	1.653,3	258,9	816,9	15.070,2		
ott.	9.697,4	3.457,5	818,7	5.421,2	2.202,9	840,3	1.147,2	215,4	115,1	484,4	130,9	353,5	1.686,5	261,1	842,6	15.290,0		
nov.	9.859,3	3.541,9	831,7	5.485,8	2.217,7	850,0	1.144,6	223,1	128,1	497,9	129,7	368,1	1.764,9	265,3	902,5	15.635,7		
dic.	9.791,3	3.447,3	822,4	5.521,5	2.180,7	831,8	1.128,0	220,9	129,9	520,7	138,7	382,0	1.702,9	283,0	937,5	15.546,1		
2000 gen.	9.859,0	3.477,8	814,4	5.566,8	2.198,7	839,7	1.137,4	221,6	121,3	527,4	141,7	385,7	1.723,9	284,4	952,0	15.666,7		
feb.	9.863,1	3.452,4	809,7	5.600,9	2.221,5	850,3	1.143,4	227,8	132,0	544,0	144,8	399,2	1.768,6	283,9	968,1	15.781,4		
mar. <sup>(p)</sup>	10.009,3	3.532,6	813,3	5.663,4	2.224,1	874,8	1.116,0	233,2	133,5	588,9	154,9	434,0	1.804,6	287,5	974,8	16.022,6		

#### 2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro	IFM	Amm.ni amministrazione centrale	Altre Amm.ni pubbliche /altri residenti	Quote di fondi comuni monetari				Obbligazioni	Titoli di mercato monetario	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Totale	
						In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1997	0,4	7.773,9	3.009,3	102,1	4.662,5	1.229,6	1.901,2	1.326,3	205,4	252,0	1.924,8	138,8	687,5	1.373,5	1.213,9	13.364,7
1998 1° tr.	0,4	7.845,7	3.086,2	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	1.512,0	1.273,7	13.734,3
2° tr.	0,4	8.010,8	3.176,1	93,9	4.740,8	1.292,8	1.899,7	1.346,4	201,9	259,8	2.041,2	145,9	723,4	1.480,1	1.249,1	13.910,8
3° tr.	0,4	8.043,6	3.227,5	90,0	4.726,2	1.268,8	1.901,0	1.345,4	211,0	260,4	2.093,2	154,1	725,9	1.482,8	1.284,0	14.044,4
4° tr.	0,4	8.279,3	3.311,7	95,3	4.872,3	1.382,7	1.924,1	1.388,8	176,7	241,2	2.116,0	160,8	742,4	1.500,4	1.202,7	14.243,2
1999 mar.	0,5	8.330,1	3.390,4	78,9	4.860,8	1.387,1	1.984,9	1.310,5	178,3	279,8	2.193,9	180,5	759,3	1.618,1	1.294,7	14.656,9
apr.	0,5	8.338,8	3.384,6	77,8	4.876,4	1.404,0	1.986,8	1.314,0	171,7	297,5	2.223,0	190,1	769,5	1.626,0	1.249,7	14.695,2
mag.	0,5	8.372,2	3.397,1	78,9	4.896,3	1.434,5	1.974,7	1.314,7	172,4	296,8	2.247,5	190,3	777,6	1.659,2	1.209,0	14.753,1
giu.	0,5	8.447,1	3.438,9	81,9	4.926,3	1.479,6	1.961,1	1.319,1	166,4	305,3	2.269,0	183,2	781,9	1.666,6	1.285,0	14.938,7
lug.	0,5	8.452,7	3.441,0	79,5	4.932,3	1.468,2	1.979,2	1.321,3	163,6	302,3	2.274,8	184,3	788,2	1.646,1	1.269,5	14.918,5
ago.	0,6	8.452,0	3.458,0	84,0	4.910,0	1.439,1	1.988,1	1.320,2	162,6	307,3	2.291,0	195,0	787,9	1.683,1	1.235,5	14.952,4
set.	0,6	8.508,2	3.503,8	83,1	4.921,3	1.466,9	1.976,3	1.317,5	160,6	307,1	2.329,3	204,1	795,0	1.688,5	1.237,4	15.070,2
ott.	0,6	8.605,0	3.584,7	84,8	4.935,5	1.467,4	1.996,7	1.314,0	157,4	307,6	2.355,7	214,6	801,2	1.753,8	1.251,4	15.290,0
nov.	0,7	8.735,1	3.679,8	81,9	4.973,5	1.501,1	2.005,0	1.308,7	158,6	310,2	2.376,9	243,5	805,2	1.839,5	1.324,6	15.635,7
dic.	0,7	8.733,4	3.603,8	89,8	5.039,8	1.529,7	2.037,8	1.327,0	145,3	308,9	2.364,0	252,5	832,9	1.776,7	1.277,0	15.546,1
2000 gen.	0,7	8.732,6	3.579,9	87,8	5.064,9	1.558,7	2.023,4	1.326,9	156,0	325,9	2.370,0	232,0	853,1	1.839,4	1.313,0	15.666,7
feb.	0,7	8.730,7	3.572,3	89,0	5.069,5	1.551,6	2.040,7	1.316,7	160,5	343,6	2.395,8	243,4	860,6	1.877,1	1.329,5	15.781,4
mar. <sup>(p)</sup>	0,7	8.808,2	3.627,1	90,7	5.090,4	1.560,9	2.053,5	1.307,2	168,9	343,2	2.420,1	255,1	868,2	1.987,7	1.339,6	16.022,6

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)</sup>

(miliardi di euro (dati non destagionalizzati))

## 1. Attività: consistenze di fine periodo

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>3)</sup>	Immobilitazioni	Altre attività	Totale
	1	2	3	4	5	6					
1998 ago.	5.747,3	826,4	4.920,9	1.422,4	1.226,9	195,6	271,7	1.973,9	244,3	794,3	10.453,9
set.	5.791,6	830,9	4.960,7	1.416,1	1.218,1	198,0	274,2	1.980,1	244,9	805,6	10.512,7
ott.	5.829,0	835,2	4.993,8	1.429,7	1.226,7	203,0	274,3	1.968,6	247,1	799,5	10.548,1
nov.	5.882,8	841,5	5.041,3	1.418,3	1.221,6	196,7	288,8	2.008,4	249,3	821,1	10.668,7
dic.	5.937,5	841,6	5.095,9	1.377,8	1.188,5	189,2	304,5	1.902,2	251,8	790,6	10.564,4
1999 gen.	5.949,6	839,4	5.110,1	1.400,2	1.190,4	209,8	320,0	2.047,8	254,1	962,3	10.933,9
feb.	5.950,9	839,6	5.111,3	1.410,1	1.206,2	203,9	326,8	1.958,8	252,7	979,1	10.878,4
mar.	5.995,5	837,2	5.158,3	1.419,1	1.221,9	197,2	347,0	2.053,6	253,9	897,9	10.967,0
apr.	6.009,5	830,0	5.179,5	1.421,9	1.219,4	202,6	359,9	2.058,4	255,9	864,0	10.969,7
mag.	6.042,1	830,2	5.211,8	1.444,9	1.236,0	208,9	373,3	2.009,4	257,1	850,0	10.976,7
giu.	6.142,1	836,9	5.305,2	1.429,0	1.215,5	213,5	364,5	2.145,4	259,6	880,2	11.220,8
lug.	6.168,9	828,8	5.340,2	1.421,0	1.204,0	216,9	361,7	2.082,2	264,4	868,2	11.166,3
ago.	6.160,0	824,8	5.335,2	1.433,2	1.208,2	225,0	360,4	2.056,0	265,2	848,4	11.123,1
set.	6.204,9	829,8	5.375,1	1.442,9	1.224,4	218,5	356,3	2.081,2	268,7	832,0	11.186,1
ott.	6.260,4	839,1	5.421,3	1.453,1	1.236,5	216,6	357,8	2.119,1	271,0	864,0	11.325,4
nov.	6.338,0	852,1	5.486,0	1.458,2	1.234,0	224,2	372,7	2.175,2	275,3	924,8	11.544,2
dic.	6.364,2	842,1	5.522,1	1.436,1	1.214,1	222,0	391,8	2.103,5	293,0	949,4	11.538,0
2000 gen.	6.401,6	834,2	5.567,4	1.447,6	1.225,0	222,6	395,5	2.148,2	294,2	970,3	11.657,4
feb.	6.431,1	829,5	5.601,5	1.462,7	1.233,8	228,8	409,0	2.186,2	293,7	987,0	11.769,7
mar. <sup>(p)</sup>	6.495,7	831,7	5.664,1	1.443,0	1.208,7	234,3	444,1	2.243,7	297,3	991,1	11.915,0

## 2. Passività: consistenze di fine periodo

	Circolante	Depositi della Amm.ne centrale	Depositi di altre Amm.ni pubb./altri residenti nell'area dell'euro	In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari /titoli di mercato monetario	Obbligazioni	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>3)</sup>	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale
1998 ago.	315,0	164,5	4.717,6	1.248,2	1.915,8	1.346,4	207,2	326,4	1.385,4	716,6	1.490,2	1.336,2	2,1	10.453,9
set.	311,8	156,4	4.731,3	1.274,0	1.901,0	1.345,4	211,0	320,7	1.398,8	723,7	1.505,9	1.351,6	12,4	10.512,7
ott.	313,3	155,1	4.751,0	1.276,0	1.904,4	1.348,9	221,8	325,4	1.391,4	720,0	1.552,2	1.343,8	-4,0	10.548,1
nov.	314,2	148,2	4.772,1	1.323,4	1.897,2	1.349,8	201,8	328,8	1.402,8	717,3	1.606,9	1.355,0	23,4	10.668,7
dic.	323,4	149,7	4.875,8	1.386,2	1.924,1	1.388,8	176,7	303,5	1.398,9	714,3	1.518,9	1.260,1	19,7	10.564,4
1999 gen.	313,2	132,3	4.882,6	1.415,3	1.983,5	1.312,6	171,2	340,0	1.417,8	755,2	1.682,6	1.429,7	-19,7	10.933,9
feb.	312,8	141,1	4.866,6	1.388,9	1.980,2	1.313,6	183,9	355,4	1.433,9	753,5	1.642,9	1.379,5	-7,3	10.878,4
mar.	317,4	133,4	4.869,3	1.395,6	1.984,9	1.310,5	178,3	366,1	1.436,9	767,1	1.716,0	1.349,2	11,7	10.967,0
apr.	319,5	115,8	4.883,6	1.411,1	1.986,8	1.314,0	171,7	387,6	1.453,5	778,0	1.731,0	1.300,2	0,6	10.969,7
mag.	321,2	120,7	4.904,6	1.442,8	1.974,7	1.314,7	172,4	389,1	1.463,8	783,0	1.720,7	1.258,1	15,4	10.976,7
giu.	323,7	124,9	4.935,2	1.488,5	1.961,1	1.319,1	166,4	391,5	1.472,5	793,6	1.838,0	1.328,8	12,5	11.220,8
lug.	331,7	134,9	4.938,9	1.474,8	1.979,2	1.321,3	163,6	383,3	1.477,0	797,8	1.770,4	1.318,6	13,7	11.166,3
ago.	326,2	137,8	4.916,7	1.445,7	1.988,1	1.320,2	162,6	396,6	1.484,8	796,7	1.776,9	1.286,5	0,9	11.123,1
set.	327,1	133,2	4.928,8	1.474,4	1.976,3	1.317,5	160,6	403,5	1.505,2	807,3	1.777,3	1.287,4	16,2	11.186,1
ott.	329,4	135,0	4.945,1	1.476,9	1.996,7	1.314,0	157,4	410,5	1.518,8	816,6	1.847,6	1.300,8	21,6	11.325,4
nov.	329,9	146,0	4.984,1	1.511,7	2.005,0	1.308,7	158,6	428,9	1.529,3	821,6	1.909,0	1.377,1	18,4	11.544,2
dic.	349,7	143,2	5.048,6	1.538,5	2.037,8	1.327,0	145,3	434,8	1.534,8	865,1	1.826,4	1.323,9	11,5	11.538,0
2000 gen.	332,7	134,9	5.073,3	1.567,1	2.023,4	1.326,9	156,0	439,9	1.533,2	881,6	1.912,0	1.358,9	-9,1	11.657,4
feb.	330,9	145,7	5.077,9	1.560,0	2.040,7	1.316,7	160,5	458,3	1.548,3	885,4	1.941,5	1.377,1	4,7	11.769,7
mar. <sup>(p)</sup>	334,3	134,0	5.099,5	1.570,0	2.053,5	1.307,2	168,9	466,4	1.547,5	894,6	2.062,7	1.386,1	-10,1	11.915,0

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. I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti.
- 2) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e qualsiasi altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 3) Cfr. tavola 2.1, nota 2.

### 3. Attività: flussi <sup>2)</sup>

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli emessi da residenti nell'area dell'euro	Amministrazioni pubbliche		Altri residenti	Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>3)</sup>	Immobilitazioni	Altre attività	Totale
	1	2	3		4	5						
1998 set.	50,3	4,8	45,6	-6,1	-8,9	2,8	2,7	47,6	0,6	-2,7	92,4	
ott.	37,3	4,2	33,1	12,2	7,5	4,7	0,1	-18,1	2,3	-6,1	27,7	
nov.	56,0	6,2	49,7	-11,6	-5,2	-6,4	14,5	22,3	2,3	21,4	104,9	
dic.	64,3	0,2	64,1	-39,7	-32,1	-7,6	15,6	-102,5	2,7	-30,1	-89,7	
1999 gen.	75,4	-1,3	76,7	17,7	12,6	5,1	9,4	120,7	-0,1	158,5	381,6	
feb.	-1,1	0,0	-1,2	9,5	15,7	-6,2	6,7	-114,2	-1,3	16,8	-83,7	
mar.	39,3	-3,2	42,4	25,2	24,1	1,1	19,9	52,9	1,2	-91,5	47,1	
apr.	12,5	-8,7	21,2	3,7	-1,6	5,3	12,9	-6,8	2,0	-33,9	-9,6	
mag.	31,5	0,1	31,3	22,9	16,6	6,2	13,3	-59,3	1,2	-14,1	-4,6	
giu.	101,3	6,6	94,8	-17,0	-21,4	4,4	-9,4	127,0	2,4	29,8	234,2	
lug.	29,7	-8,0	37,6	-7,6	-11,2	3,6	-2,9	-35,3	4,7	-12,0	-23,3	
ago.	-9,9	-4,1	-5,8	11,6	3,8	7,8	-1,4	-42,1	0,8	-19,8	-60,9	
set.	46,4	5,1	41,3	9,2	15,8	-6,5	-4,1	23,1	3,6	-9,6	68,7	
ott.	52,1	9,1	43,0	9,5	11,7	-2,2	1,5	19,0	2,0	32,1	116,2	
nov.	73,6	12,7	60,9	3,9	-3,2	7,1	14,8	20,6	4,3	60,8	178,0	
dic.	30,1	-10,2	40,4	-27,6	-25,1	-2,6	14,0	-76,8	17,9	21,0	-21,5	
2000 gen.	32,8	-8,1	40,9	14,7	13,7	1,0	3,4	21,4	1,4	20,9	94,5	
feb.	30,1	-4,6	34,7	15,4	9,1	6,3	12,0	32,9	-0,5	16,7	106,5	
mar. <sup>9)</sup>	61,7	3,1	58,6	-22,9	-27,4	4,5	34,1	33,4	3,6	4,4	114,2	

### 4. Passività: flussi <sup>2)</sup>

	Circolante	Depositi della Amm.ne centrale	Depositi di altre Amm.ni pubb./altri residenti nell'area dell'euro	In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari /titoli di mercato monetario	Obbligazioni	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>3)</sup>	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale
1998 set.	-3,3	-8,1	19,2	27,6	-11,4	-0,9	3,9	-5,1	5,2	8,2	46,9	19,3	10,2	92,4
ott.	1,5	-1,3	18,9	1,7	3,0	3,5	10,8	4,7	-10,7	-3,3	43,8	-9,4	-16,6	27,7
nov.	0,9	-6,8	18,9	46,5	-8,5	0,9	-20,0	3,1	10,2	-1,9	40,1	13,1	27,4	104,9
dic.	9,2	1,5	105,9	63,3	28,7	39,0	-25,1	-24,8	-4,5	-3,5	-81,6	-88,9	-3,1	-89,7
1999 gen.	-9,2	-5,4	40,5	29,8	-2,2	14,2	-1,4	13,6	20,3	10,3	156,5	178,7	-23,6	381,6
feb.	-0,4	8,8	-26,2	-27,6	-12,2	0,9	12,6	15,1	12,2	-0,8	-61,5	-50,1	19,2	-83,7
mar.	4,7	-7,6	-0,5	5,3	3,0	-3,1	-5,6	6,4	5,0	12,5	55,6	-41,7	12,8	47,1
apr.	2,1	-17,6	13,1	15,1	1,1	3,4	-6,6	20,9	15,4	11,2	6,6	-50,5	-10,8	-9,6
mag.	1,7	4,9	19,7	31,2	-12,9	0,6	0,8	1,3	8,8	5,9	-19,4	-42,3	14,8	-4,6
giu.	2,4	4,2	29,2	45,2	-14,4	4,5	-6,0	1,3	7,1	13,1	109,0	71,5	-3,8	234,2
lug.	8,0	10,0	6,8	-12,6	20,0	2,2	-2,8	-7,8	7,4	4,9	-45,5	-7,8	0,6	-23,3
ago.	-5,5	2,9	-24,3	-29,8	7,7	-1,1	-1,1	13,1	5,0	-0,4	-5,0	-34,6	-12,2	-60,9
set.	0,9	-4,7	13,0	29,2	-11,6	-2,7	-2,0	6,5	20,4	5,2	4,3	7,8	15,3	68,7
ott.	2,2	1,8	13,8	1,6	19,0	-3,6	-3,2	6,6	10,8	7,0	54,5	15,5	4,1	116,2
nov.	0,5	11,0	34,5	33,1	5,7	-5,3	1,1	17,8	7,0	4,1	32,2	74,2	-3,3	178,0
dic.	19,6	-2,8	64,5	26,8	32,8	18,3	-13,4	-5,1	5,7	27,1	-85,9	-41,7	-2,8	-21,5
2000 gen.	-16,9	-8,4	22,4	27,6	-15,7	-0,2	10,7	1,0	-3,2	18,9	68,1	36,1	-23,4	94,5
feb.	-1,8	10,8	4,1	-7,2	17,0	-10,2	4,5	18,4	14,9	5,4	25,0	15,9	13,8	106,5
mar. <sup>9)</sup>	3,4	-11,8	18,5	8,7	11,0	-9,6	8,4	9,1	-5,0	10,3	100,9	3,8	-14,8	114,2

Tavola 2.4

Aggregati monetari <sup>1)</sup>

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

## 1. Consistenze di fine periodo

	M1							M2		Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari/ titoli di mercato monetario	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
	M1		Totale	Indice (dic. 98=100) <sup>2)</sup>	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Indice (dic. 98=100) <sup>2)</sup>				
	Circolante	Depositi in c/c										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9			
1998 ago.	315,0	1.315,5	1.630,5	91,70	886,1	1.191,6	3.708,2	94,85	207,2	326,4	90,4	
set.	311,8	1.339,9	1.651,6	92,99	871,4	1.191,5	3.714,6	95,13	211,0	320,7	82,0	
ott.	313,3	1.340,8	1.654,0	93,11	878,8	1.195,3	3.728,1	95,46	221,8	325,4	82,7	
nov.	314,2	1.387,9	1.702,0	95,76	877,1	1.196,1	3.775,2	96,62	201,8	328,8	79,7	
dic.	323,4	1.453,5	1.776,9	100,00	894,5	1.234,4	3.905,8	100,00	176,7	303,5	69,7	
1999 gen.	313,2	1.483,1	1.796,3	101,19	887,9	1.249,8	3.934,1	100,85	171,2	340,0	54,5	
feb.	312,8	1.453,1	1.765,9	99,41	873,1	1.252,5	3.891,5	99,69	183,9	355,4	56,1	
mar.	317,4	1.469,1	1.786,5	100,49	872,7	1.250,1	3.909,3	100,07	178,3	366,1	49,1	
apr.	319,5	1.481,4	1.800,9	101,28	872,9	1.255,1	3.929,0	100,55	171,7	387,6	53,0	
mag.	321,2	1.510,6	1.831,9	102,99	863,3	1.259,9	3.955,0	101,19	172,4	389,1	57,6	
giu.	323,7	1.551,2	1.874,8	105,38	840,2	1.265,7	3.980,7	101,82	166,4	391,5	59,2	
lug.	331,7	1.543,6	1.875,3	105,47	853,3	1.270,4	3.999,0	102,35	163,6	383,3	61,7	
ago.	326,2	1.513,6	1.839,8	103,43	856,1	1.270,3	3.966,2	101,47	162,6	396,6	63,0	
set.	327,1	1.537,5	1.864,6	104,85	842,1	1.267,8	3.974,5	101,70	160,6	403,5	75,5	
ott.	329,4	1.542,0	1.871,4	105,18	857,4	1.265,5	3.994,3	102,11	157,4	410,5	74,0	
nov.	329,9	1.575,9	1.905,8	107,02	856,8	1.260,4	4.023,0	102,75	158,6	428,9	75,6	
dic.	349,7	1.606,4	1.956,1	109,83	876,3	1.282,8	4.115,1	105,10	145,3	434,8	84,4	
2000 gen.	332,7	1.634,0	1.966,7	110,37	859,6	1.283,6	4.109,9	104,91	156,0	439,9	82,5	
feb.	330,9	1.624,5	1.955,4	109,73	874,9	1.272,4	4.102,7	104,77	160,5	458,3	86,2	
mar. <sup>3)</sup>	334,3	1.635,9	1.970,1	110,48	889,0	1.262,3	4.121,5	105,18	168,9	466,4	85,1	

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

	M1							M2		Pronti contro termine	Quote di fondi comuni monetari/ titoli di mercato monetario	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni
	M1		Totale	Variazione percentuale sui dodici mesi <sup>4)</sup>	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	Variazione percentuale sui dodici mesi <sup>4)</sup>				
	Circolante	Depositi in c/c										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9			
1998 set.	-3,3	26,2	22,9	8,0	-12,1	0,1	10,9	4,6	3,9	-5,1	-7,7	
ott.	1,5	0,5	2,0	7,8	7,1	3,8	12,8	4,5	10,8	4,7	0,5	
nov.	0,9	46,3	47,2	8,5	-2,7	0,7	45,2	4,9	-20,0	3,1	-3,2	
dic.	9,2	66,1	75,3	9,2	18,9	38,0	132,2	6,0	-25,1	-24,8	-10,3	
1999 gen.	-9,2	30,3	21,1	14,7	-3,2	15,3	33,2	7,8	-1,4	13,6	-5,5	
feb.	-0,4	-31,2	-31,6	12,6	-16,3	2,6	-45,3	6,5	12,6	15,1	1,1	
mar.	4,7	14,6	19,3	11,7	-1,7	-2,6	15,0	6,8	-5,6	6,4	-0,4	
apr.	2,1	11,9	14,0	11,5	-0,4	5,0	18,6	6,3	-6,6	20,9	1,1	
mag.	1,7	28,8	30,5	12,1	-10,2	4,7	24,9	6,4	0,8	1,3	4,4	
giu.	2,4	40,0	42,5	11,5	-23,7	5,8	24,6	6,3	-6,0	1,3	1,4	
lug.	8,0	-6,4	1,6	14,1	14,4	4,8	20,8	7,7	-2,8	-7,8	2,9	
ago.	-5,5	-30,8	-36,3	12,8	2,0	-0,1	-34,5	7,0	-1,1	13,1	1,0	
set.	0,9	24,5	25,4	12,8	-13,9	-2,5	9,0	6,9	-2,0	6,5	0,8	
ott.	2,2	3,6	5,8	13,0	12,7	-2,4	16,1	7,0	-3,2	6,6	-1,8	
nov.	0,5	32,2	32,7	11,8	-2,5	-5,2	25,1	6,3	1,1	17,8	0,8	
dic.	19,6	30,4	50,0	9,8	19,6	22,4	92,0	5,1	-13,4	-5,1	9,1	
2000 gen.	-16,9	26,6	9,7	9,1	-17,7	0,8	-7,2	4,0	10,7	1,0	-2,1	
feb.	-1,8	-9,6	-11,4	10,4	16,8	-11,2	-5,8	5,1	4,5	18,4	3,6	
mar. <sup>3)</sup>	3,4	10,0	13,4	9,9	12,9	-10,2	16,1	5,1	8,4	9,1	-1,8	

Fonte: BCE.

1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e dell'Amministrazione centrale (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dall'Amministrazione centrale. I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti.

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

M3			Principali contropartite di M3									Attività nette sull'estero	
Totale	Indice (dic. 98=100) <sup>2)</sup>		Passività a lungo termine delle IFM				Credito <sup>3)</sup>						
			Depositi con durata prestabilita oltre i 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve	Credito alle Amm. pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Di cui prestiti	Indice (dic. 98=100)			
											15		
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
4.332,2	97,13		1.030,1	210,1	1.295,0	716,6	2.053,3	5.388,1	4.920,9	96,23	483,7	1998 ago.	
4.328,2	97,17		1.030,0	209,5	1.316,8	723,7	2.049,1	5.432,9	4.960,7	97,12	474,2	set.	
4.357,9	97,82		1.026,1	209,3	1.308,7	720,0	2.061,9	5.471,1	4.993,8	97,77	416,4	ott.	
4.385,5	98,38		1.020,5	209,6	1.323,1	717,3	2.063,1	5.526,9	5.041,3	98,74	401,5	nov.	
4.455,6	100,00		1.030,2	214,8	1.329,2	714,3	2.030,1	5.589,6	5.095,9	100,00	383,3	dic.	
4.499,8	100,90		1.096,3	123,1	1.363,3	755,2	2.029,8	5.640,0	5.110,1	101,50	365,1	1999 gen.	
4.486,9	100,53		1.107,8	121,8	1.377,7	753,5	2.045,8	5.641,9	5.111,3	101,48	315,9	feb.	
4.502,8	100,87		1.112,9	120,9	1.387,8	767,1	2.059,1	5.702,5	5.158,3	102,32	337,6	mar.	
4.541,3	101,63		1.114,8	118,7	1.400,4	778,0	2.049,4	5.741,9	5.179,5	102,74	327,4	apr.	
4.574,2	102,34		1.112,3	115,1	1.406,3	783,0	2.066,2	5.794,0	5.211,8	103,37	288,7	mag.	
4.597,9	102,81		1.121,9	114,2	1.413,3	793,6	2.052,3	5.883,3	5.305,2	105,25	307,4	giu.	
4.607,6	103,11		1.126,6	111,9	1.415,3	797,8	2.032,8	5.918,8	5.340,2	105,99	311,8	lug.	
4.588,5	102,63		1.132,6	111,0	1.421,8	796,7	2.033,0	5.920,7	5.335,2	105,88	279,0	ago.	
4.614,1	102,95		1.134,9	111,2	1.429,7	807,3	2.054,2	5.949,9	5.375,1	106,70	304,0	set.	
4.636,2	103,34		1.139,7	110,6	1.444,7	816,6	2.075,6	5.995,7	5.421,3	107,55	271,5	ott.	
4.686,1	104,34		1.148,7	110,6	1.453,8	821,6	2.086,1	6.082,8	5.486,0	108,76	266,2	nov.	
4.779,6	106,18		1.162,0	112,8	1.450,4	865,1	2.056,2	6.135,9	5.522,1	109,56	277,1	dic.	
4.788,2	106,23		1.164,3	111,8	1.450,7	881,6	2.059,2	6.185,5	5.567,4	110,37	236,2	2000 gen.	
4.807,6	106,69		1.166,7	112,8	1.462,1	885,4	2.063,4	6.239,4	5.601,5	111,06	244,7	feb.	
4.841,8	107,40		1.164,9	113,6	1.462,4	894,6	2.040,4	6.342,4	5.664,1	112,22	181,0	mar. <sup>4)</sup>	

M3			Principali contropartite di M3									Attività nette sull'estero	
Totale	Variazione percentuale sui dodici mesi <sup>4)</sup>	Media mobile centrata di tre mesi	Passività a lungo termine delle IFM				Credito <sup>3)</sup>						
			Depositi con durata prestabilita oltre i 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve	Credito alle Amm. pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Di cui prestiti	Variazione percentuale sui dodici mesi <sup>4)</sup>			
											15		
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
2,0	4,7	-	0,7	-0,6	12,9	8,2	-4,1	51,0	45,6	9,0	0,7	1998 set.	
28,8	5,0	4,8	-4,1	-0,2	-11,1	-3,3	11,7	37,9	33,1	8,9	-61,9	ott.	
25,1	4,7	4,8	-5,8	0,4	13,4	-1,9	1,0	57,9	49,7	9,3	-17,8	nov.	
72,1	4,7	5,1	9,9	5,5	5,7	-3,5	-31,9	72,1	64,1	9,0	-20,9	dic.	
40,0	5,8	5,3	1,3	-1,1	25,7	10,3	11,3	91,1	76,7	10,4	-35,8	1999 gen.	
-16,5	5,3	5,5	4,1	-1,3	11,0	-0,8	15,7	-0,6	-1,2	9,8	-52,7	feb.	
15,4	5,4	5,3	4,7	-0,8	5,3	12,5	20,9	63,5	42,4	10,0	-2,6	mar.	
34,0	5,3	5,4	1,7	-2,2	14,3	11,2	-10,3	39,4	21,2	9,6	-13,3	apr.	
31,4	5,4	5,4	-2,7	-3,6	4,4	5,9	16,7	50,9	31,3	9,9	-39,9	mag.	
21,3	5,5	5,6	9,3	-1,0	5,7	13,1	-14,8	89,8	94,8	10,4	18,0	giu.	
13,1	5,9	5,7	5,2	-2,3	4,5	4,9	-19,2	38,4	37,6	10,2	10,2	lug.	
-21,4	5,7	5,8	5,7	-0,9	4,0	-0,4	-0,3	0,6	-5,8	10,0	-37,1	ago.	
14,3	5,9	5,8	2,3	0,2	19,6	5,2	20,9	30,7	41,3	9,9	18,8	set.	
17,7	5,6	5,9	6,1	-0,6	12,6	7,0	20,8	42,3	43,0	10,0	-35,5	ott.	
44,8	6,1	6,0	8,1	0,1	6,2	4,1	9,5	82,8	60,9	10,1	-11,7	nov.	
82,6	6,2	5,8	13,2	2,1	-3,4	27,1	-35,3	51,8	40,4	9,6	9,1	dic.	
2,3	5,3	5,9	2,0	-0,9	-1,1	18,9	5,6	45,3	40,9	8,7	-46,7	2000 gen.	
20,6	6,1	6,0	0,7	1,0	11,3	5,4	4,5	53,0	34,7	9,4	7,9	feb.	
31,8	6,5	-	-2,4	0,8	-3,2	10,3	-24,3	97,2	58,6	9,7	-67,5	mar. <sup>4)</sup>	

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

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. Per il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le note tecniche.

## Tavola 2.4 (segue)

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

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

#### 3. Consistenze destagionalizzate

	M3										Prestiti ad altri residenti nell'area dell'euro (escluse le Amm. pubbliche)	
	M2				Strumenti negoziabili <sup>4)</sup>				Totale	Indice <sup>2)</sup>	Totale	Indice <sup>2)</sup>
	M1		Altri depositi a breve <sup>3)</sup>		Totale	Indice <sup>2)</sup>	Totale	Indice <sup>2)</sup>				
	Totale <sup>1)</sup>	Indice <sup>2)</sup>	Totale <sup>3)</sup>	Indice <sup>2)</sup>					5	6	7	8
1998 ago.	1.655,7	93,11	2.085,7	97,85	3.741,4	95,70	617,9	112,21	4.359,3	97,74	4.938,9	96,58
set.	1.667,0	93,85	2.082,3	97,82	3.749,3	96,02	613,1	111,58	4.362,4	97,94	4.973,3	97,37
ott.	1.676,6	94,37	2.088,6	98,10	3.765,2	96,41	634,2	115,37	4.399,4	98,75	5.006,8	98,02
nov.	1.694,9	95,36	2.099,2	98,55	3.794,1	97,10	610,6	110,99	4.404,7	98,81	5.048,9	98,89
dic.	1.719,9	96,79	2.110,7	99,15	3.830,6	98,07	572,9	104,20	4.403,5	98,83	5.066,2	99,42
1999 gen.	1.784,9	100,55	2.110,1	99,27	3.895,1	99,85	578,0	103,42	4.473,1	100,30	5.090,3	101,11
feb.	1.782,2	100,33	2.102,7	98,85	3.885,0	99,52	591,4	105,67	4.476,4	100,29	5.114,2	101,54
mar.	1.803,3	101,43	2.114,2	99,32	3.917,5	100,28	588,8	105,62	4.506,4	100,95	5.161,5	102,39
apr.	1.816,1	102,13	2.118,3	99,48	3.934,4	100,69	602,1	107,41	4.536,5	101,53	5.190,0	102,95
mag.	1.829,9	102,88	2.122,7	99,66	3.952,6	101,13	605,6	107,96	4.558,3	101,98	5.230,8	103,74
giu.	1.843,8	103,63	2.117,3	99,38	3.961,1	101,31	614,4	109,29	4.575,4	102,31	5.285,0	104,85
lug.	1.864,2	104,84	2.129,7	100,03	3.993,9	102,22	609,2	108,53	4.603,1	103,01	5.321,2	105,62
ago.	1.870,7	105,16	2.132,6	100,12	4.003,3	102,42	616,3	109,70	4.619,7	103,33	5.355,1	106,27
set.	1.880,9	105,77	2.132,5	100,12	4.013,4	102,69	638,5	111,51	4.651,8	103,79	5.390,2	107,00
ott.	1.890,5	106,26	2.139,2	100,31	4.029,7	103,02	647,5	112,94	4.677,3	104,26	5.435,4	107,83
nov.	1.902,6	106,84	2.141,5	100,33	4.044,1	103,29	663,2	115,42	4.707,3	104,81	5.492,6	108,89
dic.	1.904,4	106,92	2.138,3	100,18	4.042,7	103,25	689,2	118,01	4.731,9	105,12	5.491,3	108,95
2000 gen.	1.946,6	109,24	2.121,3	99,34	4.067,9	103,84	694,9	118,21	4.762,8	105,67	5.542,5	109,88
feb.	1.972,3	110,67	2.128,0	99,72	4.100,2	104,70	700,3	119,12	4.800,6	106,53	5.605,2	111,13
mar. <sup>6)</sup>	1.993,2	111,77	2.140,3	100,24	4.133,5	105,49	715,1	121,67	4.848,6	107,55	5.667,3	112,28

#### 4. Flussi destagionalizzati <sup>5)</sup>

	M3										Prestiti ad altri residenti nell'area dell'euro (escluse le Amm. pubbliche)	
	M2				Strumenti negoziabili <sup>4)</sup>				Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)	Totale	Variazione sul mese precedente (in perc.)
	M1		Altri depositi a breve <sup>3)</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.)					5	6	7	8
1998 ago.	12,4	0,8	7,9	0,4	20,3	0,5	-9,3	-1,5	11,0	0,3	36,5	0,7
set.	13,2	0,8	-0,7	0,0	12,5	0,3	-3,5	-0,6	9,0	0,2	40,2	0,8
ott.	9,2	0,6	6,0	0,3	15,2	0,4	20,9	3,4	36,1	0,8	33,4	0,7
nov.	17,5	1,0	9,5	0,5	27,0	0,7	-24,1	-3,8	2,9	0,1	44,4	0,9
dic.	25,4	1,5	12,7	0,6	38,1	1,0	-37,4	-6,1	0,8	0,0	26,8	0,5
1999 gen.	66,7	3,9	2,7	0,1	69,4	1,8	-4,3	-0,8	65,1	1,5	86,3	1,7
feb.	-3,9	-0,2	-9,0	-0,4	-12,8	-0,3	12,6	2,2	-0,3	0,0	21,5	0,4
mar.	19,7	1,1	10,0	0,5	29,7	0,8	-0,2	0,0	29,5	0,7	42,8	0,8
apr.	12,4	0,7	3,5	0,2	15,8	0,4	9,9	1,7	25,8	0,6	28,6	0,6
mag.	13,3	0,7	3,8	0,2	17,2	0,4	3,1	0,5	20,3	0,4	39,8	0,8
giu.	13,4	0,7	-6,1	-0,3	7,3	0,2	7,5	1,2	14,8	0,3	55,6	1,1
lug.	21,5	1,2	13,8	0,7	35,3	0,9	-4,3	-0,7	31,1	0,7	38,8	0,7
ago.	5,8	0,3	2,0	0,1	7,7	0,2	6,6	1,1	14,3	0,3	33,1	0,6
set.	10,7	0,6	0,0	0,0	10,7	0,3	10,2	1,6	20,9	0,5	36,6	0,7
ott.	8,7	0,5	4,0	0,2	12,7	0,3	8,2	1,3	20,9	0,4	42,0	0,8
nov.	10,4	0,5	0,3	0,0	10,7	0,3	14,2	2,2	25,0	0,5	53,4	1,0
dic.	1,5	0,1	-3,1	-0,1	-1,6	0,0	14,9	2,2	13,3	0,3	3,0	0,1
2000 gen.	41,3	2,2	-17,9	-0,8	23,3	0,6	1,2	0,2	24,5	0,5	46,7	0,9
feb.	25,6	1,3	8,1	0,4	33,6	0,8	5,4	0,8	39,0	0,8	63,4	1,1
mar. <sup>6)</sup>	19,6	1,0	11,1	0,5	30,7	0,7	15,0	2,1	45,7	1,0	58,1	1,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

## Tavola 2.5

### Prestiti delle IFM, distinti per controparte, forma tecnica e scadenza originaria <sup>1)</sup>

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

#### 1. Prestiti al settore privato non finanziario

	Imprese non finanziarie <sup>2)</sup>				Famiglie <sup>2)</sup>	Credito al consumo <sup>3)</sup>			Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>			Altri prestiti			Istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4		5	6	7	8	9	10	11	12	13		14
							fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni		oltre 5 anni
1998 1° tr.	2.163,1	770,9	319,8	1.072,5	2.318,2	75,0	119,0	185,9	28,0	49,0	1.320,7	108,2	76,6	355,8	37,7	
2° tr.	2.200,5	785,1	320,8	1.094,6	2.373,6	78,2	121,8	190,2	28,4	49,3	1.345,1	113,9	79,2	367,6	37,5	
3° tr.	2.223,8	775,0	324,4	1.124,4	2.420,3	80,2	126,0	195,1	28,9	48,6	1.379,2	111,8	86,6	364,0	36,8	
4° tr.	2.287,1	813,0	316,3	1.157,8	2.479,4	84,7	128,2	199,8	28,2	42,0	1.419,6	114,2	82,0	380,6	36,8	
1999 1° tr.	2.257,5	818,2	338,1	1.101,3	2.525,9	86,4	147,3	187,2	15,4	66,9	1.463,1	135,4	99,2	324,9	35,8	
2° tr.	2.330,1	844,0	352,6	1.133,5	2.593,0	84,6	152,8	192,9	18,7	63,7	1.513,6	138,3	99,2	329,1	35,8	
3° tr.	2.344,9	831,5	362,3	1.151,2	2.653,5	86,2	155,6	195,3	19,5	64,3	1.561,4	136,2	97,8	337,3	36,2	
4° tr. <sup>6)</sup>	2.416,6	860,8	372,6	1.183,2	2.713,4	87,4	153,0	192,8	19,9	61,4	1.616,2	141,8	98,9	342,0	37,2	

#### 2. Prestiti a istituzioni finanziarie non monetarie

	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>			Società di assicurazione e fondi pensione <sup>2)</sup>				
	16	17	18	19	20	21	22	23
1998 1° trim.	240,4	146,1	50,0	44,3	23,5	17,5	2,0	4,0
2° trim.	246,3	148,1	51,4	46,8	23,4	16,4	2,1	4,8
3° trim.	247,5	143,3	54,2	50,0	35,2	27,2	2,4	5,6
4° trim.	263,9	157,9	52,9	53,0	27,9	19,1	2,5	6,3
1999 1° trim.	302,0	185,3	54,9	61,9	37,0	28,0	3,1	6,0
2° trim.	306,0	192,0	52,3	61,7	40,3	28,8	2,7	8,8
3° trim.	298,7	181,1	53,3	64,3	41,7	32,9	2,8	6,0
4° trim. <sup>6)</sup>	316,0	191,4	54,5	70,0	38,4	29,8	2,8	5,8

#### 3. Prestiti al settore pubblico

	Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>		Altre Amministrazioni pubbliche									Enti previdenziali	
	24	Amministrazioni centrali <sup>4)</sup>	Amministrazioni regionali			Amministrazioni locali			30	31	32		33
			25	26	27	28	29	30					
1998 1° trim.	828,0	221,2	269,2	9,9	14,6	244,6	327,0	19,9	52,4	254,7	10,6		
2° trim.	830,1	219,1	271,8	8,6	15,6	247,6	333,5	19,8	55,6	258,1	5,6		
3° trim.	831,5	216,5	273,7	7,8	14,2	251,7	326,1	17,7	50,7	257,7	15,3		
4° trim.	841,7	201,7	291,2	11,4	13,5	266,3	334,9	19,1	51,0	264,8	14,0		
1999 1° trim.	837,2	221,2	276,7	12,1	20,9	243,7	325,8	19,3	12,5	294,0	13,6		
2° trim.	836,9	212,0	279,2	11,5	20,5	247,1	328,4	20,0	10,9	297,5	17,3		
3° trim.	829,8	206,2	278,4	10,1	21,3	247,0	328,4	19,8	10,4	298,2	16,8		
4° trim. <sup>6)</sup>	838,9	197,6	289,9	15,0	22,1	252,7	335,1	21,0	10,9	303,3	16,2		

Fonte: BCE.

1) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti. Le consistenze non sono corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni o variazioni dei tassi di cambio. I dati sono parzialmente stimati.

2) I codici dei settori in SEC 95 sono i seguenti: imprese non finanziarie: S11; famiglie: S14; istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie: S15; altri intermediari finanziari: S123 (inclusi ausiliari finanziari: S124); società di assicurazione e fondi pensione: S125; Amministrazioni pubbliche: S13.

3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non coincidono del tutto tra i diversi paesi dell'area dell'euro.

4) Per i prestiti alle Amministrazioni centrali non si dispone di una scomposizione per scadenza.

**Tavola 2.6**
**Depositi presso le IFM, per settore depositante e per tipo di strumento <sup>1)</sup>**
*(miliardi di euro (dati non destagionalizzati; consistenze di fine periodo))*
**1. Depositi del settore privato non finanziario**

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>2)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 1° trim.	684,6	363,7	243,3	27,1	50,5	3.233,2	726,5	1.128,6	1.312,9	65,2
2° trim.	704,9	390,1	245,4	26,5	42,9	3.256,4	768,4	1.120,7	1.311,8	55,6
3° trim.	705,6	392,2	250,5	25,4	37,5	3.225,1	745,6	1.111,0	1.311,6	56,8
4° trim.	743,0	435,4	252,5	25,6	29,5	3.313,3	794,2	1.116,5	1.355,0	47,7
1999 1° trim.	726,4	393,2	286,0	23,5	23,7	3.222,4	797,3	1.110,5	1.275,0	39,5
2° trim.	739,0	425,9	263,6	25,7	23,7	3.237,2	841,3	1.082,5	1.280,7	32,6
3° trim.	743,3	427,3	268,4	25,4	22,1	3.232,1	843,5	1.075,4	1.279,2	33,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	769,3	442,1	280,5	24,1	22,7	3.293,4	866,1	1.097,2	1.290,7	39,4

**2. Depositi di istituzioni finanziarie non monetarie**

	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>					Società di assicurazione e fondi pensione <sup>2)</sup>				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998 1° trim.	229,8	60,2	77,7	10,2	81,8	395,4	24,1	354,7	4,6	12,0
2° trim.	248,8	70,3	79,5	10,7	88,2	402,7	26,6	358,8	4,7	12,6
3° trim.	254,2	68,6	77,8	10,3	97,4	408,2	24,8	363,0	4,4	16,0
4° trim.	259,4	79,1	83,5	9,3	87,5	410,6	28,7	367,4	4,6	10,0
1999 1° trim.	375,5	127,4	142,1	4,7	101,3	424,7	32,0	378,9	3,0	10,8
2° trim.	400,0	132,9	164,9	4,7	97,6	429,9	36,4	379,5	3,3	10,7
3° trim.	390,1	122,0	172,4	5,2	90,4	435,2	31,8	388,6	3,3	11,5
4° trim. <sup>(p)</sup>	398,9	142,6	182,5	4,7	69,1	448,2	34,2	398,7	3,3	12,0

**3. Depositi delle Amministrazioni pubbliche**

	Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>																
	1	2	Altre Amministrazioni pubbliche														
			Amministrazioni regionali				Amministrazioni locali				Enti previdenziali						
			In conto corrente	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	In conto corrente	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	In conto corrente	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine			
1998 1° tr.	273,3	139,3	51,9	8,2	43,4	0,1	0,2	45,4	21,7	18,8	3,4	1,4	36,8	11,3	23,5	1,1	0,9
2° tr.	284,7	147,3	51,1	7,4	43,5	0,1	0,1	45,7	21,8	19,3	3,4	1,2	40,6	14,2	23,8	1,3	1,2
3° tr.	296,4	156,4	52,7	7,8	44,6	0,1	0,2	47,2	21,7	20,3	3,5	1,6	40,1	13,7	23,7	1,3	1,5
4° tr.	298,8	149,7	53,7	10,1	43,5	0,1	0,1	52,8	25,7	22,3	3,5	1,2	42,6	12,3	28,3	1,1	0,8
1999 1° tr.	253,2	133,4	25,6	7,4	17,9	0,1	0,2	53,0	24,1	23,9	3,2	1,8	41,2	13,7	25,6	1,0	1,0
2° tr.	253,5	124,9	27,3	8,1	18,9	0,2	0,1	54,3	26,1	24,1	3,4	0,7	46,8	17,2	27,6	1,1	1,0
3° tr.	261,3	133,2	27,8	8,7	18,7	0,1	0,2	54,4	24,5	25,4	3,3	1,1	46,0	16,4	27,2	0,9	1,5
4° tr. <sup>(p)</sup>	281,6	143,2	31,6	10,2	21,1	0,1	0,2	58,6	26,9	27,3	3,4	1,0	48,1	15,8	30,6	0,7	1,0

Fonte: BCE.

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

## Tavola 2.7

### Principali attività e passività delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>

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

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

	Prestiti a non residenti				Titoli diversi da azioni emessi da non residenti				Azioni e altri titoli di capitale emessi da non residenti			Depositi di non residenti				
	Banche <sup>3)4)</sup>		Non banche		Banche <sup>3)</sup>		Non banche		Altri	Banche <sup>3)</sup>	Altri	Banche <sup>3)</sup>		Non banche		
	1	2	Amministrazioni pubbliche <sup>3)</sup>	Altri	5	6	Amministrazioni pubbliche <sup>3)</sup>	Altri				7	8	9	10	11
1998 1° tr.	139,4	81,1	54,1	4,3	77,6	8,4	65,0	4,2	1,3	0,2	1,0	25,7	8,9	16,4	0,4	
2° tr.	93,7	77,3	12,9	3,4	91,6	9,3	80,9	1,5	1,0	0,3	0,8	14,4	9,1	5,0	0,3	
3° tr.	78,7	70,4	4,4	3,9	94,0	3,0	89,8	1,2	0,6	0,1	0,5	10,3	9,5	0,4	0,4	
4° tr.	84,4	71,6	11,6	1,1	120,8	2,3	116,2	2,3	0,6	0,1	0,5	12,8	12,1	0,4	0,4	
1999 1° tr.	108,4	97,1	8,4	2,9	185,4	3,9	178,7	2,9	0,4	0,1	0,3	91,9	89,6	0,4	1,8	
2° tr.	191,4	174,7	13,1	3,7	175,2	4,5	166,9	3,8	0,4	0,1	0,3	165,2	162,8	0,2	2,2	
3° tr.	108,1	99,0	6,8	2,3	176,2	4,0	168,1	4,1	0,4	0,1	0,3	82,6	80,6	0,4	1,5	
4° tr. <sup>(p)</sup>	59,6	45,6	7,4	6,6	193,9	5,7	184,4	3,8	0,6	0,1	0,5	43,2	39,8	0,3	3,2	

#### 2. IFM, escluso l'Eurosystema

	Prestiti a non residenti				Titoli diversi da azioni emessi da non residenti				Azioni e altri titoli di capitale emessi da non residenti			Depositi di non residenti				
	Banche <sup>3)4)</sup>		Non banche		Banche <sup>3)</sup>		Non banche		Altri	Banche <sup>3)</sup>	Altri	Banche <sup>3)</sup>		Non banche		
	1	2	Amministrazioni pubbliche <sup>3)</sup>	Altri	5	6	Amministrazioni pubbliche <sup>3)</sup>	Altri				7	8	9	10	11
1998 1° tr.	1.365,8	1.000,1	68,2	297,5	262,0	63,1	95,2	103,7	58,7	18,6	40,0	1.521,5	1.153,0	49,4	319,0	
2° tr.	1.336,5	963,3	65,9	307,4	282,0	81,2	92,0	108,8	56,6	16,9	39,7	1.487,2	1.123,2	61,6	302,4	
3° tr.	1.323,6	949,8	81,8	292,0	271,1	66,6	84,1	120,4	57,6	23,0	34,7	1.485,9	1.159,3	34,0	292,7	
4° tr.	1.253,0	889,8	70,7	292,5	272,4	64,5	89,5	118,4	55,2	21,9	33,3	1.501,9	1.139,6	39,2	323,0	
1999 1° tr.	1.267,2	896,0	61,1	310,0	300,1	71,5	108,4	120,2	58,5	22,4	36,1	1.618,1	1.204,4	70,8	342,9	
2° tr.	1.248,2	849,8	63,9	334,4	320,7	78,3	104,1	138,3	75,2	32,5	42,7	1.666,6	1.215,6	63,1	387,9	
3° tr.	1.254,4	850,5	64,5	339,4	319,6	87,6	90,0	142,0	77,6	37,7	39,9	1.688,5	1.230,2	62,6	395,7	
4° tr. <sup>(p)</sup>	1.277,8	863,3	64,0	350,5	340,2	94,0	89,8	156,4	79,3	37,4	41,9	1.775,5	1.280,0	72,3	423,2	

#### 3. IFM, incluso l'Eurosystema

	Prestiti a non residenti				Titoli diversi da azioni emessi da non residenti				Azioni e altri titoli di capitale emessi da non residenti			Depositi di non residenti				
	Banche <sup>3)4)</sup>		Non banche		Banche <sup>3)</sup>		Non banche		Altri	Banche <sup>3)</sup>	Altri	Banche <sup>3)</sup>		Non banche		
	1	2	Amministrazioni pubbliche <sup>3)</sup>	Altri	5	6	Amministrazioni pubbliche <sup>3)</sup>	Altri				7	8	9	10	11
1998 1° tr.	1.505,2	1.081,2	122,3	301,8	339,6	71,5	160,2	107,9	59,9	18,8	41,1	1.547,1	1.161,9	65,8	319,4	
2° tr.	1.430,2	1.040,6	78,8	310,8	373,6	90,4	172,9	110,3	57,7	17,2	40,5	1.501,6	1.132,3	66,5	302,8	
3° tr.	1.402,3	1.020,2	86,2	295,9	365,1	69,7	173,8	121,6	58,2	23,0	35,1	1.496,2	1.168,8	34,3	293,1	
4° tr.	1.337,4	961,5	82,3	293,6	393,2	66,8	205,7	120,7	55,8	22,0	33,8	1.514,7	1.151,7	39,6	323,4	
1999 1° tr.	1.375,6	993,1	69,5	313,0	485,5	75,4	287,0	123,1	58,8	22,4	36,4	1.710,0	1.294,0	71,3	344,7	
2° tr.	1.439,6	1.024,5	77,0	338,1	495,9	82,7	271,0	142,1	75,6	32,5	43,0	1.831,8	1.378,4	63,3	390,1	
3° tr.	1.362,5	949,5	71,3	341,7	495,8	91,6	258,1	146,1	78,0	37,8	40,2	1.771,0	1.310,8	63,0	397,2	
4° tr. <sup>(p)</sup>	1.337,4	908,9	71,4	357,1	534,1	99,7	274,2	160,2	79,9	37,5	42,4	1.818,7	1.319,8	72,6	426,3	

Fonte: BCE.

- 1) Le consistenze non sono corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni e variazioni dei tassi di cambio. I dati sono parzialmente stimati.
- 2) I nuovi criteri di segnalazione entrati in vigore dal gennaio 1999 hanno dato luogo a una significativa discontinuità dei dati nel primo trimestre 1999.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Include i depositi di IFM presso banche situate al di fuori dell'area dell'euro.

**Tavola 2.8**
**Scomposizione per valuta di alcune passività e attività delle IFM dell'area dell'euro<sup>1)</sup>**
*(miliardi di euro (consistenze di fine periodo; dati non destagionalizzati))*
**Passività**
**1. Depositi detenuti da residenti nell'area dell'euro**

	IFM								Non IFM							
	Tutte le valute	Euro <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 1° tr.	3.178,4	2.807,2	43,5	327,7	234,5	27,0	44,9	21,3	4.816,8	4.658,3	21,1	137,3	103,3	15,1	10,3	8,6
2° tr.	3.280,8	2.937,1	39,2	304,5	213,9	20,9	42,9	26,9	4.897,6	4.742,9	18,7	135,9	99,5	15,8	10,2	10,5
3° tr.	3.310,6	2.932,0	41,1	337,4	234,1	27,1	44,2	32,0	4.889,2	4.736,7	19,7	132,7	95,2	12,7	13,7	11,2
4° tr.	3.405,4	3.024,3	41,3	339,8	237,7	27,3	50,3	24,5	5.025,5	4.878,3	19,9	127,2	91,2	13,2	13,2	9,7
1999 1° tr.	3.877,0	3.453,2	49,1	374,6	263,6	27,1	54,5	29,4	5.002,5	4.850,6	23,7	128,1	89,2	14,2	14,5	10,2
2° tr.	4.111,3	3.712,2	44,0	355,0	252,8	27,0	51,5	23,6	5.059,6	4.899,3	25,7	134,6	96,6	15,0	12,5	10,5
3° tr.	3.836,7	3.430,1	46,0	360,6	253,4	30,0	56,1	21,0	5.061,5	4.901,1	25,8	134,6	95,9	16,3	11,9	10,4
4° tr. <sup>(p)</sup>	3.880,9	3.467,3	42,4	371,2	262,5	34,2	54,1	20,4	5.191,3	5.027,2	24,0	140,1	100,8	17,3	11,5	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 1° tr.	1.161,9	470,3	121,0	570,6	448,6	44,0	52,5	25,6	388,7	150,1	39,0	199,6	145,7	22,4	13,9	17,7
2° tr.	1.132,3	460,7	121,4	550,3	425,7	40,9	49,9	33,7	372,7	147,8	32,6	192,3	140,3	18,9	11,6	21,5
3° tr.	1.168,8	464,3	127,3	577,2	443,6	47,5	54,1	32,0	330,8	143,1	28,8	158,9	122,3	13,8	11,2	11,6
4° tr.	1.151,7	455,3	123,5	572,9	438,1	56,1	52,6	26,1	366,4	154,5	33,2	178,6	131,3	22,8	12,1	12,5
1999 1° tr.	1.294,0	556,5	128,4	609,2	470,4	52,9	53,1	32,7	415,2	178,1	36,8	200,3	149,2	24,2	12,9	13,9
2° tr.	1.378,4	613,9	135,3	629,2	501,2	39,2	52,3	36,5	453,2	193,3	40,9	219,0	168,0	24,5	11,7	14,8
3° tr.	1.310,8	553,8	130,1	626,9	495,6	43,9	53,5	33,9	458,8	199,8	43,4	215,7	161,9	27,5	11,4	14,8
4° tr. <sup>(p)</sup>	1.319,8	539,5	121,1	659,2	526,7	49,0	50,7	32,8	498,9	214,1	46,7	238,1	183,5	27,3	13,0	14,2

**3. Obbligazioni e titoli 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 1° tr.	2.001,2	1.784,0	20,7	196,6	110,7	38,9	31,2	15,8	163,5	151,0	0,3	12,2	10,6	0,9	0,4	0,4
2° tr.	2.053,9	1.833,8	22,5	197,6	112,7	37,6	30,6	16,7	160,2	144,2	0,7	15,3	10,9	1,8	1,2	1,3
3° tr.	2.105,7	1.891,4	26,0	188,3	105,3	33,9	33,4	15,8	166,1	147,9	0,6	17,6	15,5	1,0	0,7	0,3
4° tr.	2.121,3	1.903,5	27,7	190,1	106,6	35,4	33,2	15,0	169,4	155,4	0,6	13,4	11,3	0,9	1,1	0,1
1999 1° tr.	2.199,2	1.967,3	25,3	206,7	111,5	32,8	31,7	30,7	185,4	169,8	0,8	18,4	12,6	0,8	1,3	0,2
2° tr.	2.274,3	2.026,8	30,1	217,3	114,4	31,8	32,2	39,0	188,1	170,3	1,4	16,5	13,8	1,1	1,5	0,2
3° tr.	2.334,5	2.079,9	31,2	223,5	113,4	33,8	31,2	45,0	207,4	187,8	1,2	18,4	13,3	2,7	2,2	0,2
4° tr. <sup>(p)</sup>	2.368,3	2.107,9	32,5	228,0	113,2	37,6	30,8	46,5	255,8	230,5	1,5	23,8	17,5	3,6	2,3	0,4

Fonte: BCE.

- 1) Le consistenze non sono corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni o variazioni dei tassi di cambio. I dati relativi ai periodi precedenti al dicembre 1998 sono parzialmente stimati.
- 2) Inclusi strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

## Attività

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

	IFM								Non IFM							
	Tutte le valute	Euro <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 1° tr.	3.188,6	-	-	-	-	-	-	-	5.604,5	5.437,2	26,5	140,8	86,0	15,3	36,9	2,6
2° tr.	3.336,7	-	-	-	-	-	-	-	5.707,9	5.545,5	25,3	137,0	80,8	13,5	38,4	4,4
3° tr.	3.355,3	-	-	-	-	-	-	-	5.792,7	5.630,4	26,3	136,0	77,7	12,7	42,8	2,9
4° tr.	3.386,1	-	-	-	-	-	-	-	5.937,5	5.764,0	26,6	147,0	79,0	15,4	48,8	3,8
1999 1° tr.	3.865,2	-	-	-	-	-	-	-	5.995,5	5.798,9	20,2	176,4	99,9	18,3	53,7	4,5
2° tr.	4.098,8	-	-	-	-	-	-	-	6.142,1	5.931,2	21,3	189,6	108,9	19,5	57,9	3,2
3° tr.	3.820,5	-	-	-	-	-	-	-	6.204,9	5.985,0	23,3	196,6	106,9	23,9	61,6	4,2
4° tr. <sup>9)</sup>	3.869,4	-	-	-	-	-	-	-	6.364,2	6.131,1	22,4	210,7	115,5	28,4	62,6	4,2

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

	Emessi da IFM								Emessi da 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 1° tr.	654,7	625,7	6,7	22,2	14,6	2,7	1,2	3,8	1.407,7	1.366,7	8,2	32,8	16,8	6,9	2,6	6,5
2° tr.	683,9	656,0	5,9	22,0	13,8	2,5	1,1	4,6	1.430,3	1.389,7	8,6	32,0	15,6	6,4	2,5	7,6
3° tr.	706,8	679,7	7,2	20,0	12,9	2,9	1,4	2,9	1.416,1	1.380,3	10,2	25,6	14,0	7,0	2,3	2,3
4° tr.	722,4	680,9	17,8	23,6	15,8	3,6	1,8	2,5	1.377,8	1.340,9	10,6	26,3	14,7	8,2	2,3	1,1
1999 1° tr.	762,3	726,7	7,8	27,9	18,3	5,6	1,3	2,7	1.419,1	1.386,6	3,9	28,5	15,4	10,2	2,0	0,9
2° tr.	801,7	767,6	6,5	27,6	18,3	5,2	1,1	3,0	1.429,0	1.398,8	3,2	26,9	13,6	10,2	2,1	1,1
3° tr.	829,4	795,4	6,8	27,2	17,8	5,1	1,7	2,6	1.442,9	1.412,7	3,1	27,1	13,0	10,4	2,2	1,6
4° tr. <sup>9)</sup>	833,7	799,4	7,3	27,1	18,2	4,8	2,3	1,8	1.436,1	1.403,2	5,4	27,5	14,3	10,1	2,0	1,1

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

	Banche <sup>2)</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 1° tr.	1.081,2	441,5	83,8	555,9	426,6	63,7	29,8	35,8	420,7	190,9	25,5	204,3	171,7	5,7	11,0	15,9
2° tr.	1.040,6	417,6	84,9	538,1	409,3	62,8	28,7	37,3	386,3	181,5	20,9	183,9	162,9	4,6	11,1	5,3
3° tr.	1.020,2	419,3	98,3	502,6	365,2	67,5	26,7	43,2	378,8	174,7	24,5	179,6	156,5	5,3	11,9	5,9
4° tr.	961,5	371,7	74,1	515,7	375,8	74,7	27,0	38,1	372,6	148,1	26,8	197,8	171,6	8,3	13,3	4,5
1999 1° tr.	993,5	458,2	76,3	459,0	325,1	62,3	27,2	44,4	384,0	133,7	29,0	221,4	193,7	7,7	14,4	5,6
2° tr.	1.024,8	474,7	80,5	469,6	349,1	52,9	26,2	41,4	416,9	139,6	35,0	242,3	211,7	8,0	16,3	6,3
3° tr.	949,8	428,5	78,4	442,9	320,3	54,1	28,3	40,2	413,2	143,0	36,9	233,3	198,7	10,8	18,0	5,8
4° tr. <sup>9)</sup>	909,0	389,1	75,0	444,9	323,6	53,9	30,0	37,4	431,9	138,6	39,6	253,6	217,1	11,1	18,8	6,7

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

	Emessi da banche <sup>2)</sup>								Emessi da 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 1° tr.	71,5	15,9	4,5	51,1	38,2	3,7	0,6	8,6	262,9	38,8	29,6	194,6	148,1	23,9	3,9	18,8
2° tr.	90,4	18,1	5,3	67,1	38,6	4,5	0,7	23,3	278,0	49,3	25,9	202,7	141,3	20,4	3,8	37,3
3° tr.	78,2	20,3	4,2	53,7	39,7	5,2	1,0	7,8	290,2	41,5	31,5	217,2	161,1	30,1	4,4	21,6
4° tr.	66,8	19,6	5,6	41,6	28,1	4,9	0,8	7,7	321,2	48,1	31,0	242,2	182,1	35,7	4,2	19,8
1999 1° tr.	75,4	19,5	5,6	50,3	35,0	5,3	0,9	9,1	409,8	52,4	31,0	326,4	255,1	37,2	4,3	29,8
2° tr.	82,7	21,7	6,4	54,7	39,2	5,6	1,2	8,8	412,9	66,7	33,8	312,4	247,8	37,1	4,9	22,6
3° tr.	91,6	33,9	6,1	51,5	38,1	5,9	1,0	6,5	403,6	80,5	30,9	292,3	237,4	33,5	4,5	16,9
4° tr. <sup>9)</sup>	99,7	37,9	7,2	54,6	39,6	6,9	1,0	7,1	433,2	91,2	31,5	310,6	253,3	34,5	4,7	18,1

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

**Tavola 3.1**

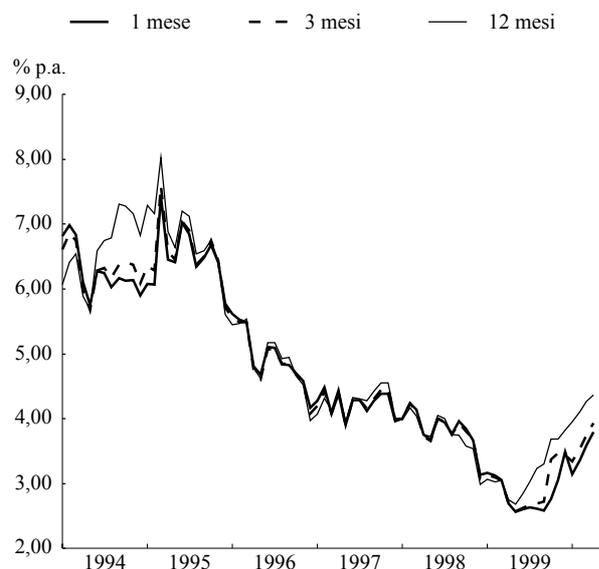
**Tassi di interesse del mercato monetario <sup>1)</sup>**

(valori percentuali in ragione d'anno)

	Area dell'euro <sup>4)</sup>					Stati Uniti <sup>6)</sup>	Giappone <sup>6)</sup>
	Depositi overnight <sup>2)3)</sup> 1	Depositi a 1 mese <sup>5)</sup> 2	Depositi a 3 mesi <sup>5)</sup> 3	Depositi a 6 mesi <sup>5)</sup> 4	Depositi a 12 mesi <sup>5)</sup> 5	Depositi a 3 mesi 6	Depositi a 3 mesi 7
1995	5,62	6,51	6,59	6,68	6,86	6,04	1,23
1996	4,04	4,95	4,92	4,89	4,93	5,51	0,57
1997	3,98	4,23	4,24	4,25	4,28	5,76	0,62
1998	3,09	3,84	3,83	3,78	3,77	5,57	0,66
1999	2,74	2,86	2,96	3,06	3,19	5,42	0,22
1999 apr.	2,71	2,69	2,70	2,70	2,76	5,00	0,15
mag.	2,55	2,57	2,58	2,60	2,68	5,02	0,11
giu.	2,56	2,61	2,63	2,68	2,84	5,18	0,10
lug.	2,52	2,63	2,68	2,90	3,03	5,31	0,11
ago.	2,44	2,61	2,70	3,05	3,24	5,45	0,09
set.	2,43	2,58	2,73	3,11	3,30	5,57	0,10
ott.	2,50	2,76	3,38	3,46	3,68	6,18	0,25
nov.	2,94	3,06	3,47	3,48	3,69	6,10	0,30
dic.	3,04	3,49	3,44	3,51	3,83	6,13	0,33
2000 gen.	3,04	3,15	3,34	3,56	3,95	6,04	0,15
feb.	3,28	3,36	3,54	3,73	4,11	6,10	0,13
mar.	3,51	3,59	3,75	3,94	4,27	6,20	0,14
apr.	3,69	3,80	3,93	4,09	4,37	6,31	0,12
2000 7 apr.	3,58	3,73	3,86	4,02	4,30	6,28	0,12
14	3,61	3,76	3,92	4,07	4,34	6,28	0,12
21 <sup>7)</sup>	3,35	3,83	3,96	4,12	4,39	6,32	0,11
28	3,93	3,93	4,09	4,26	4,57	6,50	0,11
5 mag.	4,03	4,15	4,32	4,49	4,78	6,67	0,10

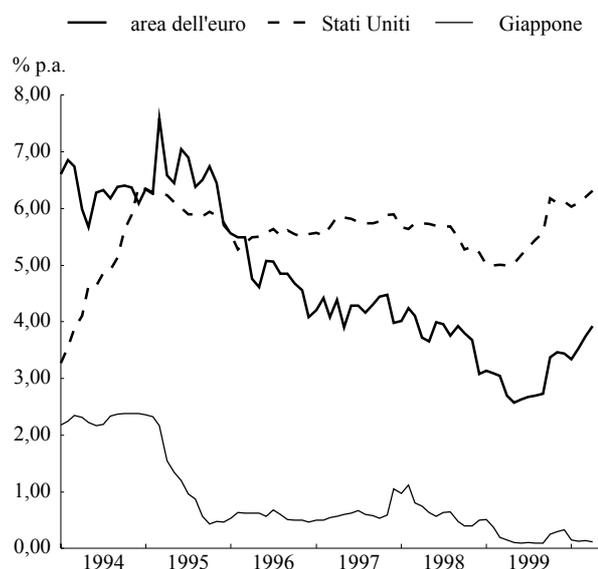
**Tassi del mercato monetario dell'area dell'euro**

(dati mensili)



**Tassi del mercato monetario a 3 mesi**

(dati mensili)



Fonti: Reuters e BCE.

- 1) Ad eccezione del tasso overnight fino a dicembre 1998, i dati mensili e annuali sono medie nel periodo indicato.
- 2) Tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio overnight dell'euro (EONIA).
- 3) Dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi.
- 4) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL.
- 5) Dal gennaio 1999, tassi interbancari lettera (EURIBOR). Fino al dicembre 1998, tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR), laddove disponibile.
- 6) Tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (LIBOR).
- 7) I dati si riferiscono al 20 aprile.

## Tavola 3.2

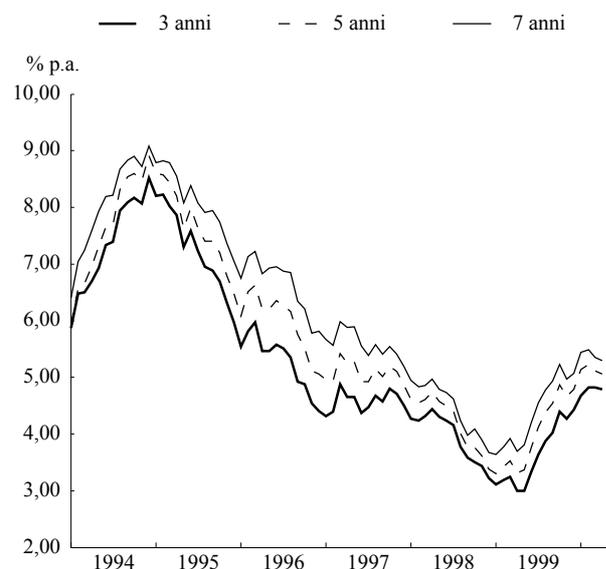
### Rendimenti dei titoli di Stato <sup>1)</sup>

(valori percentuali in ragione d'anno)

	Area dell'euro <sup>2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	2 anni 1	3 anni 2	5 anni 3	7 anni 4	10 anni 5	10 anni 6	10 anni 7
1995	5,69	5,97	6,48	7,06	8,73	6,69	3,32
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	7,23	6,54	3,03
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,99	6,45	2,15
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1999	3,39	3,63	4,01	4,38	4,66	5,64	1,75
1999 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
lug.	3,30	3,64	4,13	4,55	4,86	5,80	1,69
ago.	3,56	3,87	4,39	4,78	5,06	5,94	1,89
set.	3,68	4,02	4,55	4,94	5,24	5,91	1,75
ott.	4,07	4,40	4,87	5,23	5,47	6,10	1,78
nov.	3,99	4,27	4,67	4,97	5,18	6,03	1,81
dic.	4,18	4,43	4,79	5,07	5,30	6,26	1,73
2000 gen.	4,38	4,68	5,14	5,44	5,70	6,66	1,71
feb.	4,55	4,82	5,23	5,49	5,66	6,52	1,83
mar.	4,59	4,83	5,12	5,35	5,49	6,26	1,81
apr.	4,58	4,79	5,06	5,30	5,41	6,00	1,75
2000 7 apr.	4,50	4,72	4,99	5,24	5,36	5,89	1,72
14	4,56	4,79	5,06	5,29	5,41	5,92	1,78
21	4,65	4,85	5,14	5,35	5,48	6,00	1,75
28	4,73	4,92	5,16	5,37	5,48	6,23	1,76
5 mag.	4,96	5,16	5,39	5,55	5,64	6,50	1,73

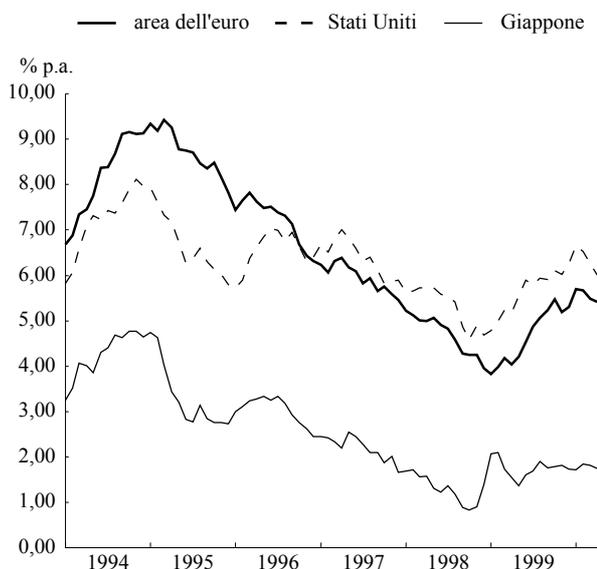
### Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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

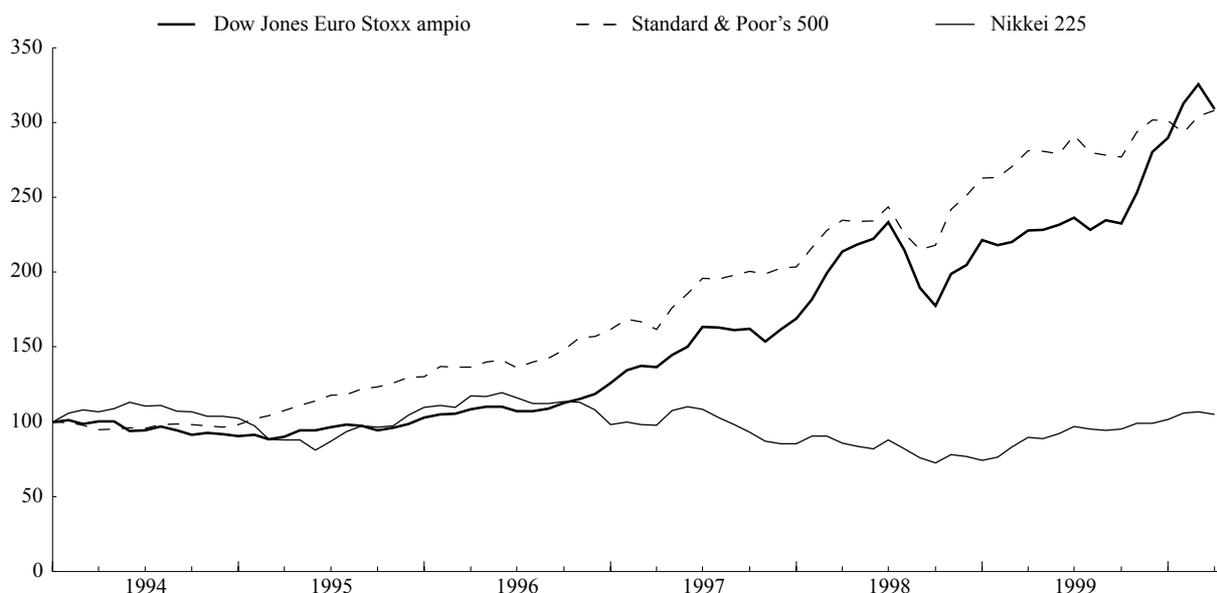
### Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones Euro Stoxx										Stati Uniti Standard & Poor's 500	Giappone Nikkei 225
	Valore di riferimento		Indici settoriali									
	Definizione ampia 1	Primi 50 titoli 2	Materie prime 3	Beni di consumo ciclici 4	Beni di consumo non ciclici 5	Energetici 6	Finanziari 7	Industriali 8	Alta tecnologia 9	Servizi pubblici <sup>2)</sup> 10		
1995	130,54	1.388,06	150,65	127,86	141,06	131,15	116,97	124,51	145,99	132,29	542,18	17.363,36
1996	151,62	1.657,48	181,08	146,78	180,62	159,49	129,89	134,66	150,01	166,32	671,22	21.061,69
1997	207,62	2.319,61	233,35	191,87	231,88	227,26	184,42	167,97	227,74	205,51	873,86	18.373,41
1998	280,49	3.076,25	257,88	244,99	295,52	249,33	281,31	218,43	333,64	282,11	1.085,34	15.338,37
1999	325,78	3.787,35	279,23	262,90	327,73	286,05	295,66	285,07	470,38	306,03	1.327,79	16.829,89
1999 apr.	316,39	3.671,80	272,40	266,31	326,99	276,69	299,91	264,26	404,01	305,94	1.332,56	16.689,65
mag.	317,05	3.669,07	275,94	267,89	323,27	291,29	293,23	271,64	413,34	300,03	1.329,66	16.533,26
giu.	321,66	3.749,45	279,81	265,94	327,34	299,00	288,48	284,44	440,22	300,26	1.322,55	17.135,96
lug.	328,07	3.846,24	294,65	265,52	330,38	316,01	289,64	294,47	481,62	302,28	1.380,99	18.008,63
ago.	316,78	3.691,33	302,07	251,22	319,26	314,74	279,25	288,77	455,23	289,80	1.327,49	17.670,31
set.	325,88	3.772,79	294,33	257,51	328,66	312,33	289,78	297,78	480,77	296,06	1.318,21	17.532,78
ott.	322,44	3.742,62	282,74	253,19	321,54	295,41	290,89	294,41	488,96	281,85	1.312,60	17.697,85
nov.	351,17	4.159,97	294,91	264,98	333,23	305,69	310,34	314,73	589,93	297,38	1.391,61	18.440,35
dic.	389,11	4.590,11	334,55	288,43	327,66	307,40	318,64	366,04	755,74	311,68	1.428,96	18.430,57
2000 gen.	402,38	4.714,71	338,22	296,88	319,81	300,57	318,93	379,82	836,44	310,07	1.427,47	18.905,63
feb.	433,82	5.090,59	309,26	308,15	307,57	299,65	313,58	396,45	989,39	346,36	1.388,44	19.700,88
mar.	452,09	5.317,08	302,45	316,14	305,44	310,53	325,43	402,65	1.070,10	374,61	1.442,21	19.823,05
apr.	428,62	5.149,15	306,80	293,68	313,26	329,05	339,03	382,21	957,40	353,92	1.459,65	19.517,67
2000 7 apr.	440,06	5.259,52	306,26	302,21	313,08	327,86	339,30	388,67	1.019,48	360,60	1.516,35	20.252,81
14	418,33	5.034,25	307,09	287,84	309,18	325,98	342,26	373,05	868,89	351,34	1.356,56	20.434,68
21 <sup>3)</sup>	426,25	5.117,78	298,66	293,08	312,69	325,68	334,25	383,24	964,86	352,18	1.434,40	18.252,68
28	438,58	5.303,95	307,05	300,82	315,89	345,76	340,18	391,00	1.061,46	354,42	1.452,43	17.973,70
5 mag. <sup>4)</sup>	445,46	5.351,71	311,47	307,05	320,28	345,97	340,27	403,29	1.085,34	361,28	1.432,63	18.439,36

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

(base: gennaio 1994 = 100; dati mensili)



Fonte: Reuters.

- 1) I valori mensili e annuali sono medie nel periodo indicato.
- 2) Ridefinito per meglio cogliere la recente evoluzione dei mercati azionari europei. Tali modifiche sono coerenti con quelle apportate agli indici globali Dow Jones. I dati hanno subito revisioni.
- 3) I dati si riferiscono al 20 aprile, con l'eccezione di quello del Nikkei 225.
- 4) Il dato riportato nella colonna 12 si riferisce al 2 maggio 2000.

### Tavola 3.4

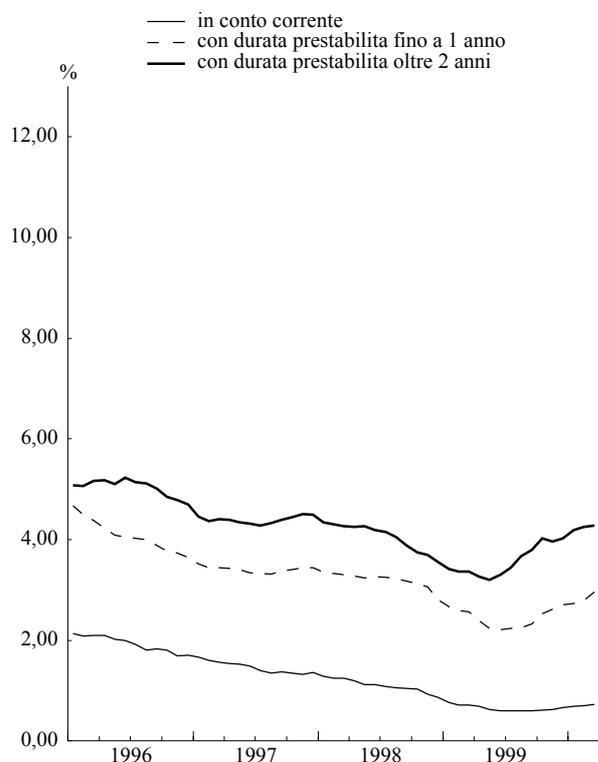
#### Tassi di interesse bancari al dettaglio

(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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997	1,46	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,58	6,64	10,61	6,63
1998	1,10	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,74	5,80	10,05	5,87
1999	0,65	2,44	2,45	3,57	2,15	2,76	5,66	5,10	9,38	5,29
1999 mar.	0,71	2,57	2,56	3,37	2,31	2,79	5,83	4,98	9,50	5,05
apr.	0,68	2,38	2,39	3,26	2,27	2,61	5,66	4,81	9,37	4,91
mag.	0,63	2,24	2,24	3,21	2,16	2,48	5,55	4,72	9,31	4,84
giu.	0,60	2,22	2,22	3,30	2,15	2,45	5,49	4,78	9,29	4,96
lug.	0,60	2,24	2,24	3,45	2,14	2,63	5,40	4,96	9,21	5,18
ago.	0,60	2,25	2,26	3,67	2,00	2,73	5,42	5,16	9,31	5,47
set.	0,60	2,32	2,32	3,79	1,99	2,80	5,38	5,19	9,29	5,53
ott.	0,61	2,52	2,52	4,03	2,00	2,93	5,58	5,55	9,36	5,79
nov.	0,63	2,62	2,62	3,96	2,02	3,01	5,75	5,54	9,36	5,77
dic.	0,67	2,70	2,70	4,02	2,04	3,05	5,81	5,51	9,38	5,79
2000 gen.	0,69	2,74	2,74	4,19	2,05	3,18	5,92	5,74	9,51	6,03
feb.	0,70	2,79	2,80	4,25	2,06	3,18	6,01	5,85	9,52	6,13
mar.	0,72	2,96	2,96	4,28	2,07	3,33	6,10	5,84	9,54	6,10

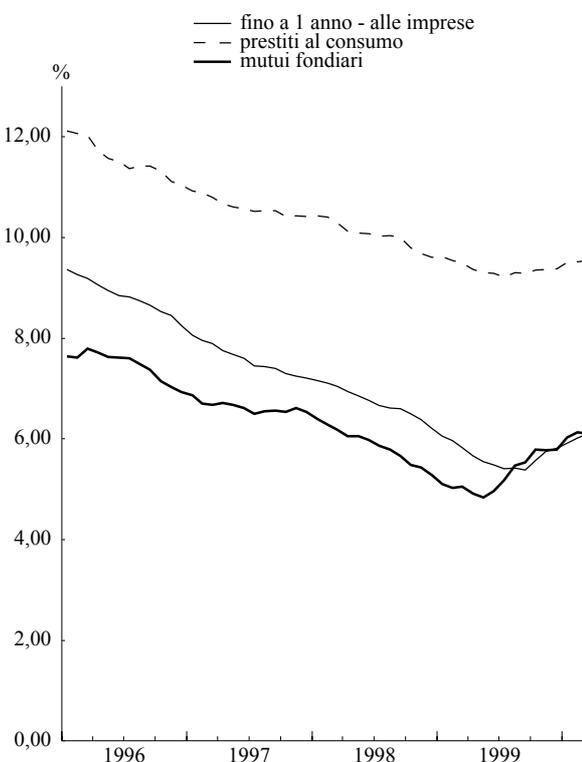
#### Tassi di interesse sui depositi

(dati mensili)



#### Tassi di interesse sui prestiti

(dati mensili)



Fonte: BCE.

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

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

	Residenti nell'area dell'euro									
	In euro <sup>4)</sup>								In altre	
	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 feb.	175,0	175,6	-0,6	559,2	170,4	172,7	-2,3	536,6	4,5	2,9
mar.	184,3	180,6	3,8	562,4	179,6	177,1	2,5	539,7	4,7	3,5
apr.	217,0	200,1	16,8	579,0	212,0	196,0	16,0	554,8	5,0	4,1
mag.	172,0	172,5	-0,5	579,0	165,4	167,7	-2,2	552,6	6,6	4,8
giu.	175,7	187,1	-11,5	567,3	169,7	182,4	-12,7	540,2	5,9	4,7
lug.	209,8	212,1	-2,3	563,5	203,3	205,9	-2,5	536,0	6,4	6,2
ago.	181,7	164,7	17,1	581,6	175,0	159,0	16,0	552,1	6,7	5,6
set.	192,1	188,2	4,0	585,4	185,0	183,3	1,7	553,2	7,1	4,9
ott.	198,3	189,9	8,4	596,0	192,3	182,9	9,4	563,1	6,0	7,0
nov.	195,0	176,6	18,4	614,9	187,6	169,9	17,7	580,7	7,5	6,7
dic.	171,4	169,2	2,2	618,2	162,6	163,5	-0,8	580,0	8,7	5,7
2000 gen.	250,9	266,1	-15,2	599,4	239,4	255,8	-16,4	562,1	11,5	10,4
feb.	252,7	239,3	13,4	613,7	240,1	230,2	9,9	572,1	12,6	9,1

**2. A lungo termine <sup>3)</sup>**

	Residenti nell'area dell'euro									
	In euro <sup>4)</sup>								In altre	
	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 feb.	133,1	74,5	58,6	5.570,6	120,4	71,9	48,5	5.191,7	12,7	2,6
mar.	123,4	94,9	28,5	5.604,5	115,5	86,1	29,4	5.221,9	7,9	8,8
apr.	123,4	102,6	20,8	5.628,4	116,0	97,1	18,9	5.241,6	7,4	5,5
mag.	136,9	86,2	50,6	5.681,3	118,7	70,5	48,2	5.290,4	18,2	15,7
giu.	129,2	65,3	63,9	5.747,5	118,4	60,1	58,3	5.348,8	10,8	5,1
lug.	128,2	90,7	37,5	5.783,4	119,4	80,7	38,8	5.389,1	8,7	10,0
ago.	71,2	59,0	12,2	5.800,1	60,7	51,6	9,1	5.399,1	10,5	7,4
set.	165,6	102,3	63,3	5.864,5	129,0	69,1	60,0	5.459,6	36,5	33,2
ott.	115,8	74,0	41,8	5.910,2	107,3	70,4	36,9	5.497,2	8,5	3,6
nov.	101,5	82,3	19,3	5.935,0	93,5	73,1	20,4	5.518,4	8,0	9,1
dic.	74,5	105,9	-31,4	5.907,0	69,4	95,9	-26,4	5.489,7	5,0	10,1
2000 gen.	109,6	92,3	17,3	5.925,9	102,8	86,4	16,3	5.505,5	6,8	5,9
feb.	125,2	66,7	58,5	5.985,3	113,3	62,6	50,7	5.556,7	11,9	4,2

**3. Totale**

	Residenti nell'area dell'euro									
	In euro <sup>4)</sup>								In altre	
	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 feb.	308,0	250,1	57,9	6.129,9	290,8	244,6	46,2	5.728,3	17,2	5,5
mar.	307,7	275,5	32,2	6.166,9	295,1	263,3	31,9	5.761,6	12,6	12,2
apr.	340,4	302,7	37,7	6.207,4	328,0	293,1	34,9	5.796,4	12,4	9,6
mag.	308,9	258,8	50,1	6.260,3	284,2	238,2	46,0	5.843,1	24,7	20,5
giu.	304,9	252,4	52,5	6.314,8	288,2	242,5	45,6	5.889,0	16,7	9,8
lug.	337,9	302,7	35,2	6.346,8	322,8	286,6	36,2	5.925,1	15,2	16,2
ago.	252,9	223,7	29,2	6.381,7	235,7	210,7	25,1	5.951,2	17,2	13,0
set.	357,7	290,4	67,3	6.449,9	314,0	252,4	61,7	6.012,8	43,7	38,1
ott.	314,1	263,9	50,2	6.506,2	299,6	253,3	46,4	6.060,3	14,5	10,7
nov.	296,6	258,9	37,7	6.549,9	281,1	243,1	38,0	6.099,0	15,5	15,9
dic.	245,9	275,1	-29,3	6.525,2	232,1	259,4	-27,3	6.069,7	13,8	15,8
2000 gen.	360,4	358,4	2,0	6.525,3	342,2	342,2	0,0	6.067,6	18,3	16,2
feb.	377,9	306,0	71,9	6.599,0	353,3	292,8	60,6	6.128,8	24,6	13,3

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

- 1) Si stima che i dati riferiti ai residenti dell'area dell'euro coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali. I dati verranno rivisti sulla base delle nuove informazioni che si renderanno disponibili.
- 2) Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze in quanto tengono conto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro <sup>4)</sup>				Totale in euro <sup>4)</sup>				
Emissioni nette	Consistenze	Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
1,6	22,6	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 feb.
1,2	22,7	23,3	11,1	12,2	25,4	571,6	550,9	20,7	565,1	mar.
0,8	24,2	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.
1,7	26,4	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
1,2	27,1	19,2	22,7	-3,5	22,8	566,4	568,7	-2,4	563,1	giu.
0,3	27,5	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
1,1	29,5	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
2,3	32,2	27,8	18,4	9,4	31,7	591,1	566,6	24,5	584,8	set.
-1,0	32,9	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
0,8	34,3	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
3,0	38,2	21,7	19,9	1,8	34,6	564,2	536,2	28,0	614,6	dic.
1,1	37,3	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
3,6	41,6	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro <sup>4)</sup>				Totale in euro <sup>4)</sup>				
Emissioni nette	Consistenze	Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
10,1	378,9	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 feb.
-0,9	382,6	53,4	16,8	36,5	462,6	431,1	265,3	165,8	5.684,5	mar.
2,0	386,8	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.
2,5	390,9	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
5,6	398,6	56,1	11,4	44,7	506,9	409,2	239,2	170,0	5.855,7	giu.
-1,2	394,2	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
3,1	401,0	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
3,3	404,9	62,5	8,3	54,2	561,5	371,7	209,7	162,0	6.021,2	set.
4,8	413,1	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
-1,1	416,6	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
-5,0	417,3	51,7	19,0	32,7	594,7	321,9	258,4	63,6	6.084,4	dic.
0,9	420,4	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
7,8	428,6	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

valute		Non residenti nell'area dell'euro, in euro <sup>4)</sup>				Totale in euro <sup>4)</sup>				
Emissioni nette	Consistenze	Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	Emissioni (nel trimestre)	Rimborsi (nel trimestre)	Emissioni nette (nel trimestre)	Consistenze (fine trimestre)	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
11,7	401,5	.	.	.	.	.	.	.	.	1999 feb.
0,4	405,2	76,7	27,9	48,7	488,0	1.002,8	816,2	186,5	6.249,6	mar.
2,8	411,0	.	.	.	.	.	.	.	.	apr.
4,2	417,2	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
6,9	425,8	75,2	34,0	41,2	529,7	975,6	807,9	167,6	6.418,8	giu.
-1,0	421,7	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
4,2	430,5	.	.	.	.	.	.	.	.	ago.
5,6	437,1	90,3	26,7	63,6	593,2	962,8	776,3	186,5	6.606,0	set.
3,8	445,9	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
-0,4	450,9	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
-2,0	455,5	73,4	38,9	34,4	629,3	886,2	794,6	91,6	6.699,0	dic.
2,0	457,7	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
11,3	470,2	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

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

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

Tavola 3.6

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

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 feb.	536,6	173,9	8,9	54,4	295,9	3,5	.	.	.	.
mar.	539,7	173,1	8,8	58,0	296,7	3,1	25,4	12,5	7,7	4,2
apr.	554,8	181,4	8,7	61,0	300,7	3,0	.	.	.	.
mag.	552,6	179,8	8,5	59,7	301,7	2,9	.	.	.	.
giu.	540,2	173,9	8,3	58,6	296,5	2,9	22,8	8,3	8,7	5,0
lug.	536,0	178,8	6,8	60,9	286,5	3,0	.	.	.	.
ago.	552,1	191,3	7,0	62,3	288,7	2,8	.	.	.	.
set.	553,2	200,6	6,8	64,6	278,6	2,5	31,7	11,2	12,0	7,3
ott.	563,1	213,9	6,6	66,1	273,6	3,0	.	.	.	.
nov.	580,7	237,3	6,4	67,5	266,0	3,5	.	.	.	.
dic.	580,0	248,6	5,7	66,5	254,4	4,8	34,6	14,4	12,1	6,3
2000 gen.	562,1	229,2	6,2	66,1	257,1	3,4	.	.	.	.
feb.	572,1	240,3	6,2	65,9	256,7	3,0	.	.	.	.

**2. A lungo termine <sup>4)</sup>**

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 feb.	5.191,7	1.890,6	128,6	193,4	2.874,3	104,8	.	.	.	.
mar.	5.221,9	1.896,0	129,5	199,9	2.890,3	106,2	462,6	123,7	55,4	65,8
apr.	5.241,6	1.911,4	133,1	204,2	2.884,2	108,8	.	.	.	.
mag.	5.290,4	1.934,9	138,5	203,5	2.904,3	109,2	.	.	.	.
giu.	5.348,8	1.957,1	157,8	206,1	2.918,6	109,2	506,9	134,6	66,2	82,3
lug.	5.389,1	1.960,6	163,9	209,4	2.945,5	109,7	.	.	.	.
ago.	5.399,1	1.959,9	165,3	206,7	2.957,6	109,6	.	.	.	.
set.	5.459,6	1.992,6	173,0	205,1	2.978,4	110,5	561,5	153,0	75,1	102,6
ott.	5.497,2	2.011,1	175,7	207,9	2.993,3	109,3	.	.	.	.
nov.	5.518,4	2.020,2	182,6	207,3	2.998,0	110,3	.	.	.	.
dic.	5.489,7	2.002,3	185,0	206,1	2.986,0	110,3	594,7	160,4	81,2	117,7
2000 gen.	5.505,5	2.010,9	185,2	200,4	2.998,6	110,4	.	.	.	.
feb.	5.556,7	2.032,7	187,0	200,3	3.025,0	111,7	.	.	.	.

**3. Totale**

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 feb.	5.728,3	2.064,5	137,5	247,8	3.170,2	108,3	.	.	.	.
mar.	5.761,6	2.069,1	138,3	257,9	3.187,0	109,4	488,0	136,2	63,2	70,0
apr.	5.796,4	2.092,8	141,8	265,2	3.184,9	111,8	.	.	.	.
mag.	5.843,1	2.114,7	147,0	263,3	3.206,1	112,1	.	.	.	.
giu.	5.889,0	2.131,0	166,1	264,7	3.215,1	112,1	529,7	143,0	74,9	87,3
lug.	5.925,1	2.139,4	170,7	270,3	3.232,0	112,7	.	.	.	.
ago.	5.951,2	2.151,2	172,3	269,0	3.246,4	112,3	.	.	.	.
set.	6.012,8	2.193,2	179,7	269,7	3.257,0	113,0	593,2	164,2	87,1	109,9
ott.	6.060,3	2.224,9	182,3	273,9	3.266,9	112,2	.	.	.	.
nov.	6.099,0	2.257,5	188,9	274,8	3.264,0	113,8	.	.	.	.
dic.	6.069,7	2.251,0	190,7	272,6	3.240,4	115,1	629,3	174,8	93,3	124,0
2000 gen.	6.067,6	2.240,1	191,5	266,5	3.255,7	113,8	.	.	.	.
feb.	6.128,8	2.273,0	193,3	266,2	3.281,7	114,7	.	.	.	.

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

- 1) Si stima che i dati riferiti ai residenti dell'area dell'euro coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali. I dati verranno rivisti alla luce delle nuove informazioni che si renderanno disponibili.
- 2) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.
- 3) La corrispondente classificazione dei settori in SEC 95 è la seguente: IFM (incluso l'Eurosistema), comprendenti la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro (S121) e le altre istituzioni finanziarie monetarie (S122); imprese finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (S123), gli ausiliari finanziari (S124) e le società di assicurazione e i fondi pensione (S125); società non finanziarie (S11); Amministrazioni centrali (S1311); altre Amministrazioni pubbliche, comprendenti le amministrazioni regionali (S1312), le amministrazioni locali (S1313) e gli enti previdenziali (S1314).

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali 11	Altre Amministrazioni pubbliche 12	Istituzioni internazionali <sup>6)</sup> 13	Totale 14	Banche (include banche centrali) <sup>5)</sup> 15	Imprese finanziarie non monetarie 16	Imprese non finanziarie 17	Amministrazioni centrali 18	Altre Amministrazioni pubbliche 19	Istituzioni internazionali <sup>6)</sup> 20	
0,4	0,4	0,2	565,1	185,5	16,6	62,2	297,1	3,5	0,2	1999 feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
0,3	0,3	0,1	563,1	182,2	17,0	63,6	296,9	3,2	0,1	apr.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
0,3	0,6	0,3	584,8	211,8	18,8	71,9	279,0	3,1	0,3	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
0,3	0,6	0,8	614,6	263,0	17,8	72,8	254,7	5,5	0,8	ago.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali 11	Altre Amministrazioni pubbliche 12	Istituzioni internazionali <sup>5)</sup> 13	Totale 14	Banche (include banche centrali) <sup>5)</sup> 15	Imprese finanziarie non monetarie 16	Imprese non finanziarie 17	Amministrazioni centrali 18	Altre Amministrazioni pubbliche 19	Istituzioni internazionali <sup>5)</sup> 20	
69,7	25,8	122,2	5.684,5	2.019,7	184,9	265,7	2.960,0	132,0	122,2	1999 feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
73,9	27,3	122,6	5.855,7	2.091,8	224,0	288,4	2.992,4	136,5	122,6	apr.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
78,6	29,1	123,1	6.021,2	2.145,6	248,1	307,8	3.057,0	139,6	123,1	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
82,6	29,1	123,7	6.084,4	2.162,7	266,2	323,8	3.068,6	139,3	123,7	ago.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali 11	Altre Amministrazioni pubbliche 12	Istituzioni internazionali <sup>6)</sup> 13	Totale 14	Banche (include banche centrali) <sup>5)</sup> 15	Imprese finanziarie non monetarie 16	Imprese non finanziarie 17	Amministrazioni centrali 18	Altre Amministrazioni pubbliche 19	Istituzioni internazionali <sup>6)</sup> 20	
70,1	26,1	122,5	6.249,6	2.205,2	201,5	327,8	3.257,1	135,5	122,5	1999 feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
74,2	27,6	122,8	6.418,8	2.274,0	241,1	352,0	3.289,3	139,7	122,8	apr.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
78,9	29,7	123,4	6.606,0	2.357,4	266,8	379,7	3.336,0	142,8	123,4	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
82,9	29,7	124,6	6.699,0	2.425,8	284,0	396,6	3.323,4	144,8	124,6	ago.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

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

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

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

### Tavola 3.6 (segue)

#### Titoli denominati in euro, distinti per scadenza originaria e per residenza e settore di appartenenza dell'emittente <sup>1) 2) 3)</sup>

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

#### Emissioni lorde

##### 1. A breve termine <sup>4)</sup>

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 feb.	170,4	96,5	1,3	31,5	39,8	1,3	.	.	.	.
mar.	179,6	92,2	1,4	38,7	46,2	1,1	23,3	12,2	6,6	3,7
apr.	212,0	112,4	1,5	40,8	56,0	1,3	.	.	.	.
mag.	165,4	87,6	1,5	34,1	40,4	1,8	.	.	.	.
giu.	169,7	95,6	1,9	34,8	36,4	0,9	19,2	6,8	7,2	4,5
lug.	203,3	110,9	1,7	42,5	46,9	1,4	.	.	.	.
ago.	175,0	92,3	2,0	35,8	43,8	1,1	.	.	.	.
set.	185,0	105,1	1,2	37,8	40,0	0,8	27,8	9,5	10,5	6,7
ott.	192,3	107,3	1,5	41,3	40,7	1,5	.	.	.	.
nov.	187,6	117,7	1,2	33,7	33,0	2,0	.	.	.	.
dic.	162,6	117,9	0,9	23,0	18,5	2,3	21,7	9,6	6,8	4,2
2000 gen.	239,4	154,8	2,1	40,0	41,2	1,3	.	.	.	.
feb.	240,1	155,6	1,9	44,2	37,0	1,4	.	.	.	.

##### 2. A lungo termine <sup>4)</sup>

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 feb.	120,4	47,1	4,0	9,9	57,1	2,3	.	.	.	.
mar.	115,5	49,1	2,6	9,1	52,6	2,1	53,4	16,3	9,9	14,3
apr.	116,0	50,3	5,1	7,3	49,7	3,7	.	.	.	.
mag.	118,7	45,9	7,0	1,9	62,8	1,1	.	.	.	.
giu.	118,4	50,7	20,1	6,1	40,6	0,9	56,1	15,5	11,9	17,7
lug.	119,4	34,8	7,6	8,9	67,1	1,0	.	.	.	.
ago.	60,7	27,4	1,7	0,9	30,5	0,2	.	.	.	.
set.	129,0	61,8	9,1	3,7	53,0	1,4	62,5	21,0	11,2	21,2
ott.	107,3	50,7	3,7	5,4	46,5	1,0	.	.	.	.
nov.	93,5	46,0	8,1	2,3	35,3	1,8	.	.	.	.
dic.	69,4	39,4	4,0	1,6	23,0	1,5	51,7	14,3	7,9	17,2
2000 gen.	102,8	43,4	1,3	0,1	57,3	0,7	.	.	.	.
feb.	113,3	53,7	2,8	3,3	51,0	2,5	.	.	.	.

##### 3. Totale

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 feb.	290,8	143,6	5,3	41,4	96,9	3,6	.	.	.	.
mar.	295,1	141,3	4,0	47,8	98,9	3,2	76,7	28,6	16,5	18,0
apr.	328,0	162,7	6,5	48,1	105,7	5,0	.	.	.	.
mag.	284,2	133,5	8,5	36,0	103,2	2,9	.	.	.	.
giu.	288,2	146,4	22,1	40,9	77,0	1,9	75,2	22,3	19,1	22,3
lug.	322,8	145,7	9,3	51,4	114,0	2,4	.	.	.	.
ago.	235,7	119,7	3,7	36,7	74,3	1,4	.	.	.	.
set.	314,0	167,0	10,4	41,5	92,9	2,2	90,3	30,6	21,8	27,9
ott.	299,6	158,1	5,2	46,7	87,1	2,5	.	.	.	.
nov.	281,1	163,7	9,3	36,0	68,4	3,8	.	.	.	.
dic.	232,1	157,3	4,9	24,6	41,6	3,8	73,4	23,9	14,7	21,4
2000 gen.	342,2	198,2	3,4	40,1	98,4	2,1	.	.	.	.
feb.	353,3	209,3	4,7	47,6	88,0	3,9	.	.	.	.

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

- 1) Si stima che i dati riferiti ai residenti dell'area dell'euro coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali. I dati verranno rivisti alla luce delle nuove informazioni che si renderanno disponibili.
- 2) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.
- 3) La corrispondente classificazione dei settori in SEC 95 è la seguente: IFM (incluso l'Eurosistema), comprendenti la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro (S121) e le altre istituzioni finanziarie monetarie (S122); imprese finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (S123), gli ausiliari finanziari (S124) e le società di assicurazione e i fondi pensione (S125); società non finanziarie (S11); Amministrazioni centrali (S1311); altre Amministrazioni pubbliche, comprendenti le amministrazioni regionali (S1312), le amministrazioni locali (S1313) e gli enti previdenziali (S1314).

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,3	0,3	0,2	571,6	306,4	11,0	109,1	141,0	4,0	0,2	1999 feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
0,3	0,2	0,1	566,4	302,5	12,1	114,2	133,1	4,3	0,1	apr.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
0,3	0,5	0,2	591,1	317,8	15,4	122,9	131,0	3,8	0,2	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
0,2	0,2	0,7	564,2	352,6	10,5	102,2	92,4	5,8	0,7	ago.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
5,3	1,6	5,9	431,1	169,8	21,3	38,3	189,4	6,4	5,9	1999 feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
5,9	2,1	3,1	409,2	162,4	44,0	33,0	158,9	7,8	3,1	apr.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
4,1	2,1	2,9	371,7	145,1	29,7	34,7	154,6	4,7	2,9	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
6,5	1,0	4,8	321,9	150,4	23,6	26,5	111,3	5,3	4,8	ago.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
5,6	1,9	6,1	1.002,8	476,2	32,3	147,4	330,4	10,4	6,1	1999 feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
6,2	2,2	3,2	975,6	464,9	56,2	147,3	292,0	12,0	3,2	apr.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
4,4	2,5	3,2	962,8	463,0	45,1	157,5	285,6	8,5	3,2	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
6,7	1,1	5,6	886,2	502,9	34,1	128,7	203,7	11,2	5,6	ago.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

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

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

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

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

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

**2. A lungo termine <sup>4)</sup>**

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale 1	IFM (incluso l'Eurosistema) 2	Imprese finanziarie non monetarie 3	Imprese non finanziarie 4	Ammini- strazioni centrali 5	Altre Ammini- strazioni pubbliche 6	Totale 7	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup> 8	Imprese finanziarie non monetarie 9	Imprese non finanziarie 10
1999 feb.	48,5	12,3	2,8	5,0	27,2	1,2	.	.	.	.
mar.	29,4	4,3	0,9	6,5	16,2	1,5	36,5	8,7	8,5	12,4
apr.	18,9	14,5	3,6	4,3	-6,1	2,5	.	.	.	.
mag.	48,2	22,9	5,4	-0,7	20,1	0,4	.	.	.	.
giu.	58,3	22,3	19,2	2,6	14,2	0,0	44,7	10,9	10,9	16,7
lug.	38,8	3,2	4,8	3,4	26,9	0,5	.	.	.	.
ago.	9,1	-1,3	1,3	-2,8	12,0	-0,1	.	.	.	.
set.	60,0	32,7	7,7	-2,2	20,7	1,0	54,2	18,1	8,9	20,2
ott.	36,9	17,2	2,7	3,5	14,8	-1,3	.	.	.	.
nov.	20,4	8,4	6,9	-0,6	4,7	1,0	.	.	.	.
dic.	-26,4	-16,1	2,5	-0,8	-11,9	0,0	32,7	7,1	6,2	15,1
2000 gen.	16,3	8,2	0,2	-5,4	13,2	0,1	.	.	.	.
feb.	50,7	21,2	1,8	-0,1	26,5	1,3	.	.	.	.

**3. Totale**

	Residenti nell'area dell'euro						Non residenti			
	Totale 1	IFM (incluso l'Eurosistema) 2	Imprese finanziarie non monetarie 3	Imprese non finanziarie 4	Ammini- strazioni centrali 5	Altre Ammini- strazioni pubbliche 6	Totale 7	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup> 8	Imprese finanziarie non monetarie 9	Imprese non finanziarie 10
1999 feb.	46,2	16,2	2,8	7,9	17,8	1,5	.	.	.	.
mar.	31,9	2,9	0,8	10,1	17,0	1,1	48,7	18,3	9,6	13,9
apr.	34,9	23,8	3,5	7,3	-2,1	2,4	.	.	.	.
mag.	46,0	21,2	5,2	-1,9	21,2	0,3	.	.	.	.
giu.	45,6	16,0	19,2	1,4	9,0	0,0	41,2	6,3	11,7	17,3
lug.	36,2	8,5	4,6	5,6	16,9	0,6	.	.	.	.
ago.	25,1	11,0	1,5	-1,4	14,3	-0,4	.	.	.	.
set.	61,7	42,7	7,6	0,1	10,6	0,7	63,6	21,2	12,3	22,6
ott.	46,4	29,9	2,6	4,9	9,8	-0,8	.	.	.	.
nov.	38,0	31,9	6,6	0,8	-2,9	1,6	.	.	.	.
dic.	-27,3	-5,2	2,0	-1,8	-23,6	1,2	34,4	9,9	5,9	13,8
2000 gen.	0,0	-9,8	0,9	-5,8	16,0	-1,3	.	.	.	.
feb.	60,6	32,2	1,8	-0,4	26,0	0,9	.	.	.	.

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

- 1) Si stima che i dati riferiti ai residenti dell'area dell'euro coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali. I dati verranno rivisti alla luce delle nuove informazioni che si renderanno disponibili.
- 2) Inclusi i titoli il cui valore è espresso nelle denominazioni nazionali dell'euro.
- 3) La corrispondente classificazione dei settori in SEC 95 è la seguente: IFM (incluso l'Eurosistema), comprendenti la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro (S121) e le altre istituzioni finanziarie monetarie (S122); imprese finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (S123), gli ausiliari finanziari (S124) e le società di assicurazione e i fondi pensione (S125); società non finanziarie (S11); Amministrazioni centrali (S131); altre Amministrazioni pubbliche, comprendenti le amministrazioni regionali (S1312), le amministrazioni locali (S1313) e gli enti previdenziali (S1314).

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
0,0	-0,2	0,2	20,7	19,0	1,2	13,2	-12,2	-0,6	0,2	1999 feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
-0,1	-0,1	-0,1	-2,4	-3,3	0,4	1,3	-0,3	-0,3	-0,1	apr.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
0,0	0,3	0,1	24,5	30,5	3,4	8,4	-17,9	-0,1	0,1	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
0,0	0,0	0,6	28,0	49,9	-1,2	0,6	-24,2	2,3	0,6	ago.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
4,3	0,9	1,7	165,8	51,6	15,6	23,5	70,0	3,4	1,7	1999 feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
4,2	1,5	0,4	170,0	70,6	39,1	22,9	32,5	4,5	0,4	apr.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
4,6	1,8	0,5	162,0	52,8	22,7	18,6	64,3	3,1	0,5	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
4,1	-0,1	0,3	63,6	16,6	18,3	17,1	11,6	-0,4	0,3	ago.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

nell'area dell'euro			Totale							
Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	Totale	Banche (incluse banche centrali) <sup>5)</sup>	Imprese finanziarie non monetarie	Imprese non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche	Organizzazioni internazionali <sup>6)</sup>	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
4,3	0,7	1,9	186,5	70,6	16,8	36,7	57,8	2,8	1,9	1999 feb.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mar.
4,1	1,4	0,3	167,6	67,3	39,5	24,2	32,2	4,2	0,3	apr.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	mag.
4,6	2,1	0,6	186,5	83,3	26,1	27,0	46,4	3,0	0,6	giu.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	lug.
4,0	-0,1	0,9	91,6	66,5	17,1	17,8	-12,6	1,9	0,9	ago.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	set.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	ott.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	nov.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	dic.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2000 gen.
.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	feb.

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

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

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

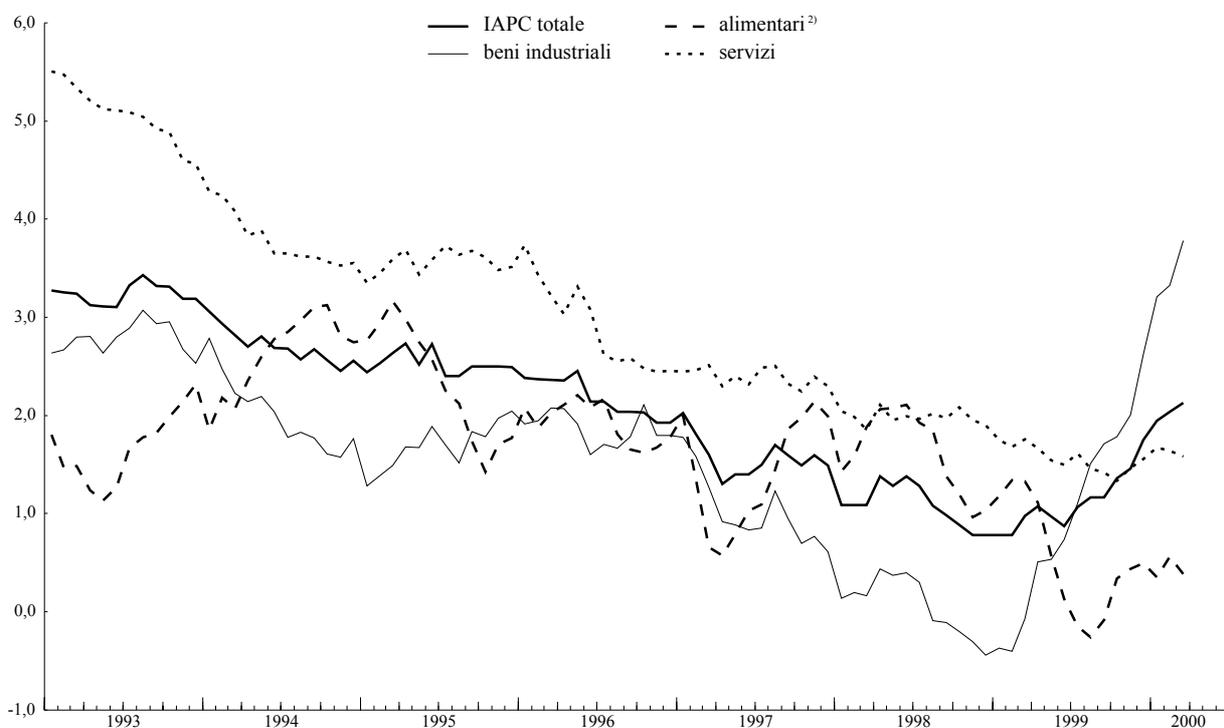
## 4 IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro

**Tavola 4.1**

### Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale									
	indice 1996 = 100	Totale								
		Beni			Industriali			Servizi		
Pesi sul totale (in perc.) <sup>3)</sup>			Alimentari <sup>2)</sup>	Trasformati <sup>2)</sup>	Non trasformati		Non energetici	Energetici		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	97,9	2,5	2,0	2,3	2,5	2,1	1,7	1,6	1,9	3,6
1996	100,0	2,2	1,9	1,9	2,0	1,9	1,9	1,7	2,4	2,9
1997	101,6	1,6	1,2	1,4	1,4	1,4	1,0	0,5	2,8	2,4
1998	102,7	1,1	0,6	1,6	1,4	1,9	0,1	0,9	-2,6	2,0
1999	103,8	1,1	0,8	0,5	0,9	0,0	1,0	0,6	2,2	1,6
1999 1° trim.	103,1	0,8	0,3	1,3	1,2	1,4	-0,3	0,8	-3,9	1,7
2° trim.	103,8	1,0	0,6	0,6	0,8	0,3	0,6	0,6	0,5	1,6
3° trim.	104,1	1,1	0,9	-0,2	0,6	-1,4	1,4	0,5	4,6	1,5
4° trim.	104,4	1,5	1,5	0,4	0,9	-0,3	2,1	0,5	7,8	1,5
2000 1° trim.	105,2	2,0	2,4	0,4	1,0	-0,3	3,4	0,6	13,6	1,6
1999 mar.	103,4	1,0	0,4	1,3	1,1	1,7	-0,1	0,8	-2,9	1,8
apr.	103,7	1,1	0,7	1,1	1,1	1,1	0,5	0,6	0,1	1,7
mag.	103,8	1,0	0,5	0,6	0,7	0,4	0,5	0,6	0,3	1,5
giu.	103,8	0,9	0,5	0,1	0,7	-0,7	0,7	0,6	1,2	1,5
lug.	104,0	1,1	0,7	-0,1	0,7	-1,4	1,1	0,6	2,9	1,6
ago.	104,1	1,2	0,9	-0,3	0,6	-1,6	1,5	0,6	4,7	1,5
set.	104,1	1,2	1,1	-0,1	0,6	-1,1	1,7	0,4	6,2	1,4
ott.	104,2	1,4	1,3	0,3	0,8	-0,4	1,8	0,5	6,3	1,3
nov.	104,3	1,5	1,5	0,4	0,9	-0,3	2,0	0,5	7,1	1,5
dic.	104,7	1,7	1,9	0,5	1,0	-0,2	2,6	0,5	10,0	1,6
2000 gen.	104,8	1,9	2,2	0,4	1,0	-0,5	3,2	0,8	12,0	1,7
feb.	105,2	2,0	2,3	0,6	1,0	0,0	3,3	0,5	13,5	1,6
mar.	105,6	2,1	2,6	0,4	1,0	-0,5	3,8	0,6	15,3	1,6



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

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

## Tavola 4.2

### Altri indicatori dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Prezzi dei prodotti industriali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali									Prezzi internazionali delle materie prime <sup>2)</sup>		Prezzo del petrolio <sup>3)</sup> (euro per barile)
	Totale al netto delle costruzioni		Industria manifatturiera						Costruzioni <sup>1)</sup>	Totale	Totale al netto dell'energia	
	Indice 1995 = 100			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
						Durevoli	Non durevoli					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	-	-	3,0	-	0,2	2,1	13,0
1996	100,4	0,4	1,0	-1,2	1,2	1,9	1,7	2,1	1,3	6,5	-6,9	15,9
1997	101,4	1,1	0,6	1,2	0,3	0,9	0,1	1,2	1,3	10,0	12,9	17,1
1998	100,6	-0,8	-0,6	-2,2	0,5	0,5	0,1	0,7	0,2	-21,2	-12,5	12,0
1999	100,5	0,0	0,1	-0,6	0,1	0,2	0,2	0,2	0,9	17,8	-3,1	17,1
1999 1° tr.	98,8	-2,6	-2,1	-4,8	0,3	0,1	0,2	0,0	0,8	-17,6	-16,0	10,3
2° tr.	99,7	-1,3	-1,1	-2,7	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,8	5,9	-8,2	15,0
3° tr.	101,1	0,7	0,8	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,2	1,2	31,0	1,1	19,7
4° tr.	102,6	3,2	2,8	4,7	0,1	0,5	0,4	0,6	0,9	61,5	14,0	23,0
2000 1° tr.	104,5	5,7	5,0	9,1	0,4	0,7	0,7	0,8	.	78,3	19,9	27,1
1999 apr.	99,6	-1,6	-1,2	-3,3	0,2	0,0	0,2	-0,1	-	0,3	-12,5	14,4
mag.	99,7	-1,4	-1,0	-2,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-	5,1	-7,8	14,9
giu.	99,8	-1,0	-1,0	-2,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-	12,8	-4,2	15,6
lug.	100,6	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,1	-	22,7	-2,3	18,1
ago.	101,0	0,7	0,9	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,2	-	29,2	-0,5	19,2
set.	101,6	1,4	1,5	1,8	-0,1	0,4	0,4	0,4	-	41,4	6,6	21,8
ott.	102,0	2,2	2,0	3,2	0,0	0,5	0,4	0,5	-	44,3	10,7	20,8
nov.	102,6	3,1	2,8	4,7	0,1	0,5	0,4	0,6	-	60,4	11,9	23,5
dic.	103,2	4,1	3,5	6,4	0,1	0,5	0,5	0,6	-	81,3	19,3	24,8
2000 gen.	103,9	5,1	4,4	8,1	0,3	0,6	0,6	0,6	-	76,2	19,4	24,9
feb.	104,5	5,8	5,1	9,3	0,4	0,7	0,7	0,8	-	87,6	20,0	27,6
mar.	105,1	6,2	5,4	9,8	0,4	0,8	0,8	0,9	-	72,0	20,2	28,4
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	43,9	19,4	24,5

#### 2. Deflatori del PIL

	Deflatori del PIL <sup>4)</sup> (dest.)								
	PIL		Domanda interna	Consumi privati	Consumi pubblici	Investimenti fissi lordi	Esportazioni <sup>5)</sup>	Importazioni <sup>5)</sup>	
	Indice 1995 = 100								
	13	14	15	16	17	18	19	20	
1995	100,0	2,6	2,5	2,7	2,9	1,5	2,8	2,5	
1996	102,0	2,0	2,0	2,5	2,2	0,9	0,9	0,8	
1997	103,6	1,5	1,7	1,8	1,6	0,9	1,8	2,5	
1998	105,2	1,6	1,1	1,3	1,4	0,8	-0,1	-1,5	
1999	106,4	1,2	1,3	1,4	2,2	0,7	-0,4	0,1	
1997 4° trim.	104,3	1,6	1,6	1,8	1,8	1,0	2,4	2,4	
1998 1° trim.	104,6	1,7	1,4	1,5	1,2	0,9	1,4	0,7	
2° trim.	105,0	1,6	1,3	1,5	1,3	1,0	0,8	-0,4	
3° trim.	105,5	1,6	1,0	1,2	1,7	0,8	-0,5	-2,5	
4° trim.	105,8	1,4	0,8	1,0	1,4	0,4	-1,9	-3,9	
1999 1° trim.	106,2	1,5	0,9	1,1	1,8	0,3	-2,0	-3,8	
2° trim.	106,3	1,2	1,1	1,4	2,2	0,4	-1,4	-1,6	
3° trim.	106,6	1,1	1,5	1,4	2,4	0,9	-0,1	1,3	
4° trim.	106,7	0,9	1,8	1,7	2,4	1,2	1,8	4,7	

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

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

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

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

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

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

## 5 Indicatori congiunturali per l'area dell'euro

**Tavola 5.1**

### Conti nazionali <sup>1)</sup>

#### PIL e componenti della domanda

##### 1. A prezzi correnti

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

	PIL					Bilancia commerciale <sup>3)</sup>			
		Domanda interna	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>		Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1995	5.307,9	5.209,4	2.995,9	1.093,6	1.094,1	25,8	98,5	1.568,0	1.469,6
1996	5.530,9	5.405,0	3.140,3	1.143,3	1.122,3	-0,9	126,0	1.656,8	1.530,8
1997	5.643,7	5.493,4	3.192,1	1.151,1	1.135,7	14,6	150,3	1.825,7	1.675,4
1998	5.865,4	5.720,9	3.317,2	1.174,3	1.191,8	37,5	144,6	1.939,6	1.795,0
1999	6.110,0	5.999,5	3.469,1	1.225,2	1.266,5	38,7	110,5	2.025,3	1.914,7
1998 3° trim.	1.473,3	1.434,2	833,8	294,0	300,3	6,2	39,1	488,3	449,1
4° trim.	1.489,8	1.458,7	844,7	297,8	303,7	12,6	31,1	479,2	448,2
1999 1° trim.	1.506,6	1.476,6	854,4	303,1	309,9	9,3	30,0	480,9	451,0
2° trim.	1.516,4	1.489,0	862,2	305,1	313,3	8,4	27,4	495,6	468,2
3° trim.	1.536,2	1.508,5	871,6	307,7	320,5	8,7	27,7	516,9	489,2
4° trim.	1.550,8	1.525,3	880,9	309,3	322,8	12,3	25,5	531,9	506,4

##### 2. A prezzi costanti

(miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)

	PIL					Bilancia commerciale <sup>3)</sup>			
		Domanda interna	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>		Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1995	5.307,9	5.209,4	2.995,9	1.093,6	1.094,1	25,8	98,5	1.568,0	1.469,6
1996	5.380,9	5.261,3	3.040,5	1.113,0	1.106,3	1,6	119,7	1.636,1	1.516,4
1997	5.503,1	5.349,1	3.085,1	1.122,3	1.129,0	12,6	154,0	1.804,2	1.650,2
1998	5.654,3	5.530,6	3.178,3	1.133,0	1.180,0	39,4	123,6	1.928,3	1.804,7
1999	5.787,7	5.688,6	3.259,2	1.149,2	1.237,3	43,0	99,0	2.012,6	1.913,6
1998 3° trim.	1.417,2	1.384,6	797,5	283,1	297,0	6,9	32,7	485,7	453,1
4° trim.	1.421,3	1.398,9	802,4	283,9	299,0	13,6	22,4	479,4	457,0
1999 1° trim.	1.430,8	1.410,6	808,6	286,9	304,4	10,6	20,2	482,3	462,1
2° trim.	1.438,7	1.416,9	811,0	286,7	307,1	12,0	21,8	495,0	473,2
3° trim.	1.453,2	1.425,6	817,0	287,5	312,1	8,9	27,6	512,3	484,7
4° trim.	1.465,0	1.435,5	822,5	288,0	313,6	11,4	29,4	523,0	493,6

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

Fonte: Eurostat.

- 1) Basati prevalentemente su dati SEC 95. Per una breve spiegazione delle caratteristiche dei dati a prezzi costanti (espressi in ECU fino a fine 1998), cfr. la prima sezione delle note generali.
- 2) Include le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 8 e 9.

## Valore aggiunto per branca di attività <sup>1)</sup>

### 3. A prezzi correnti

(indice: 1995 = 100; dati destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo							Consumi intermedi di SIFIM <sup>2)</sup>	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria manifatturiera, energetica e mineraria	Costruzioni	Commercio, riparazioni, alberghi e ristoranti, trasporti e comunicazioni	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e altri servizi		
Quota sul totale (in perc.) <sup>3)</sup>	100	2,6	23,7	6,0	20,7	25,4	21,6		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1995	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1996	104,0	105,6	102,2	99,7	102,9	106,9	104,7	101,4	104,9
1997	105,8	104,9	104,0	96,2	105,4	110,3	105,6	99,3	108,7
1998	109,6	105,7	107,6	96,1	110,2	115,2	108,8	99,1	115,0
1999	113,6	104,8	109,4	100,4	114,7	121,2	113,0	100,4	123,7
1998 3° trim.	110,0	105,9	108,0	95,8	110,8	115,7	109,2	98,4	115,7
4° trim.	111,1	105,1	107,6	97,4	112,2	117,9	110,6	100,0	118,3
1999 1° trim.	112,3	105,5	107,9	99,2	113,4	119,6	111,7	100,4	120,6
2° trim.	112,9	104,3	108,2	99,5	113,9	120,4	112,9	100,5	122,3
3° trim.	114,2	104,3	110,0	101,0	115,3	121,9	113,5	100,2	124,8
4° trim.	115,1	105,2	111,5	102,1	116,1	123,0	113,8	100,3	126,9

### 4. A prezzi costanti <sup>4)</sup>

(index: 1995 = 100; dati destagionalizzati)

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

Fonti: Elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

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

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

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

4) Valore aggiunto a prezzi 1995.

## Tavola 5.2

### Altri indicatori congiunturali <sup>1)</sup>

#### 1. Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

#### 2. Vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Vendite al dettaglio (destagionalizzate)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	A prezzi correnti		Prezzi costanti						Migliaia <sup>2)</sup> (dest.)	
	Totale		Totale		Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari	Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici		
	Indice 1995 = 100		Indice 1995 = 100						16	17
1995	100,0	.	100,0	.	.	.	.	.	777	0,8
1996	102,1	2,1	100,5	0,5	0,6	.	-1,0	-0,1	826	6,2
1997	104,4	2,3	101,7	1,2	1,1	1,0	0,6	1,1	861	4,2
1998	108,1	3,5	104,4	2,6	1,9	2,7	1,9	3,9	923	7,2
1999	111,6	3,3	107,0	2,5	3,0	1,6	1,2	2,6	974	5,5
1999 1° trim.	110,2	3,3	106,0	2,6	2,7	2,1	1,7	1,3	973	6,7
2° trim.	110,9	2,9	106,5	2,4	3,0	1,8	1,8	2,5	979	8,3
3° trim.	111,8	2,8	107,2	2,1	3,0	0,9	-1,1	3,5	990	6,4
4° trim.	113,3	3,9	108,2	2,8	3,4	1,5	2,3	3,0	952	-0,1
2000 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	985	1,2
1999 mar.	110,9	4,1	106,4	3,0	3,2	2,9	4,3	0,9	991	7,5
apr.	110,4	2,8	106,1	2,3	2,3	2,0	2,5	3,4	991	11,2
mag.	110,6	2,2	106,3	1,8	2,0	1,1	0,1	1,3	968	5,7
giu.	111,6	3,8	107,0	3,1	4,7	2,3	2,9	2,9	978	7,9
lug.	111,6	2,6	107,0	2,1	2,6	1,1	0,1	3,4	1.044	10,4
ago.	112,1	3,0	107,4	2,2	3,0	1,3	0,2	4,0	962	5,1
set.	111,9	2,8	107,2	2,0	3,0	0,2	-3,7	3,0	965	2,1
ott.	113,2	4,5	108,3	3,5	4,6	2,0	3,5	3,0	970	2,8
nov.	113,4	3,5	108,2	2,2	2,8	1,1	1,4	2,9	958	-1,1
dic.	113,4	3,8	108,2	2,6	2,8	1,4	2,0	3,0	928	-2,5
2000 gen.	113,3	3,1	108,4	2,4	3,4	0,9	-0,7	3,8	978	0,8
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	998	4,7
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	978	-1,0

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

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

2) Medie mensili.

### Tavola 5.3

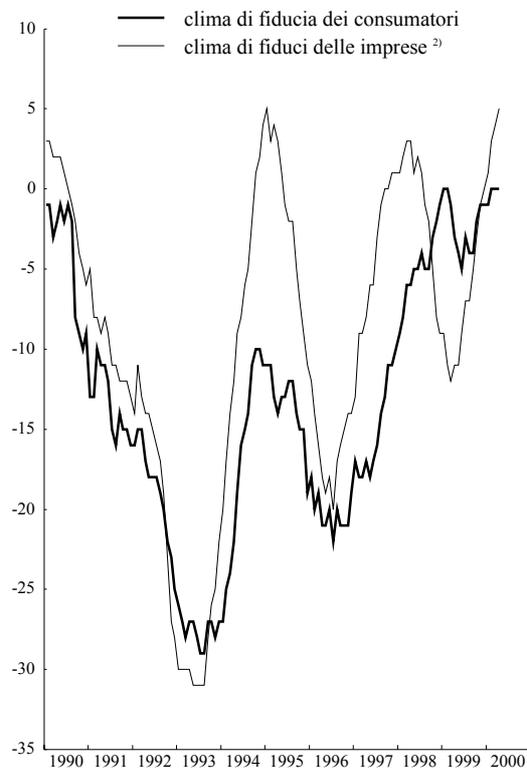
#### Inchieste congiunturali presso le famiglie e le imprese

(saldi percentuali destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

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

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

(saldi percentuali; dati mensili destagionalizzati)



#### Capacità utilizzata e livello degli ordini

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



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

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

2) Industria manifatturiera.

## Tavola 5.4

### Indicatori del mercato del lavoro

#### 1. Occupazione e disoccupazione <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Occupazione						Disoccupazione (dest.)			
	Totale economia				Industria (escluse le costruzioni)	Servizi	Totale		Adulti <sup>2)</sup>	Giovani <sup>2)</sup>
	Indice 1995 = 100		Occupati dipendenti	Occupati autonomi			in milioni di unità	in perc. delle forze di lavoro	in perc. delle forze di lavoro	in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	100,0	.	.	.	.	.	14,276	11,3	9,5	23,2
1996	100,3	0,3	0,3	0,5	-1,4	1,4	14,683	11,5	9,8	23,9
1997	100,9	0,6	0,7	0,2	-0,4	1,2	14,788	11,5	9,9	23,2
1998	102,2	1,3	1,4	0,8	1,0	1,8	14,074	10,9	9,4	21,3
1999	103,2	1,4	1,7	-0,1	0,2	2,0	12,990	10,0	8,7	19,0
1999 1° trim.	102,7	1,5	1,7	0,6	0,8	2,2	13,366	10,3	8,9	20,0
2° trim.	103,1	1,5	1,8	0,0	0,1	2,1	13,079	10,0	8,8	19,2
3° trim.	103,3	1,3	1,7	-0,6	0,0	1,9	12,906	9,9	8,7	18,8
4° trim.	103,6	1,3	1,6	-0,4	0,0	1,8	12,607	9,7	8,5	18,1
2000 1° trim.	-	-	-	-	-	-	12,331	9,5	8,3	17,8
1999 mar.	-	-	-	-	-	-	13,248	10,2	8,9	19,7
apr.	-	-	-	-	-	-	13,145	10,1	8,8	19,4
mag.	-	-	-	-	-	-	13,072	10,0	8,8	19,1
giu.	-	-	-	-	-	-	13,019	10,0	8,7	19,0
lug.	-	-	-	-	-	-	12,977	9,9	8,7	19,0
ago.	-	-	-	-	-	-	12,921	9,9	8,7	18,9
set.	-	-	-	-	-	-	12,820	9,8	8,6	18,6
ott.	-	-	-	-	-	-	12,671	9,7	8,5	18,3
nov.	-	-	-	-	-	-	12,619	9,7	8,5	18,2
dic.	-	-	-	-	-	-	12,531	9,6	8,5	18,0
2000 gen.	-	-	-	-	-	-	12,427	9,5	8,4	17,9
feb.	-	-	-	-	-	-	12,353	9,5	8,3	17,9
mar.	-	-	-	-	-	-	12,213	9,4	8,3	17,6

#### 2. Costo del lavoro e produttività

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

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

- 1) I dati relativi all'occupazione sono basati su SEC 95. I dati trimestrali non sono del tutto coerenti con quelli annuali, per effetto di differenze nel grado di copertura. I dati relativi alla disoccupazione sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Adulti: 25 anni e oltre; giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascun gruppo di età.
- 3) Costo orario del lavoro per l'intera economia, al netto di agricoltura, Amministrazioni pubbliche, istruzione e sanità. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le componenti non sono coerenti con il totale.

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

Tavola 6

### Risparmio, investimenti e saldi finanziari

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)

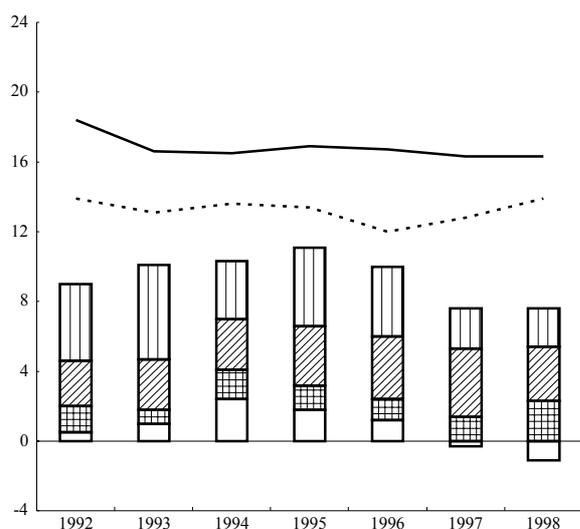
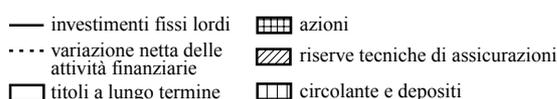
	Risparmio e investimenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>			Investimenti dei settori privati non finanziari <sup>1)2)</sup>							
	Risparmio lordo	Investimenti fissi lordi	Saldo delle transazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti fissi lordi	Imprese non finanziarie	Variazione netta delle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

	Finanziamenti dei settori privati non finanziari <sup>1)2)</sup>									Risparmio finanziario <sup>3)</sup>	Investimenti finanziari in percentuale degli investimenti lordi totali <sup>4)</sup>	Variazione netta delle passività in percentuale del finanziamento totale <sup>5)</sup>
	Risparmio lordo	Famiglie	Variazione netta delle passività	Titoli diversi da azioni	Titoli a lungo termine	Azioni	Prestiti	Prestiti a lungo termine				
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
1991	21,0	12,1	13,2	0,4	0,4	1,6	9,1	5,0	3,4	46,5	38,6	
1992	20,7	12,1	10,3	0,7	0,6	1,4	6,8	4,7	3,6	43,0	33,2	
1993	20,4	11,5	7,6	1,3	1,4	1,6	3,6	4,3	5,5	44,1	27,1	
1994	20,4	10,6	9,5	1,0	1,1	1,8	3,6	3,5	4,1	45,2	31,8	
1995	21,2	10,8	7,1	-1,8	-1,8	1,4	5,4	3,6	6,3	44,2	25,1	
1996	20,4	10,7	8,2	0,2	0,0	1,7	5,4	4,4	3,8	41,8	28,7	
1997	19,8	9,4	9,4	0,1	0,0	1,5	6,6	4,8	3,4	44,0	32,2	
1998	18,9	8,8	12,0	0,5	0,2	2,6	7,6	5,6	1,9	46,0	38,8	

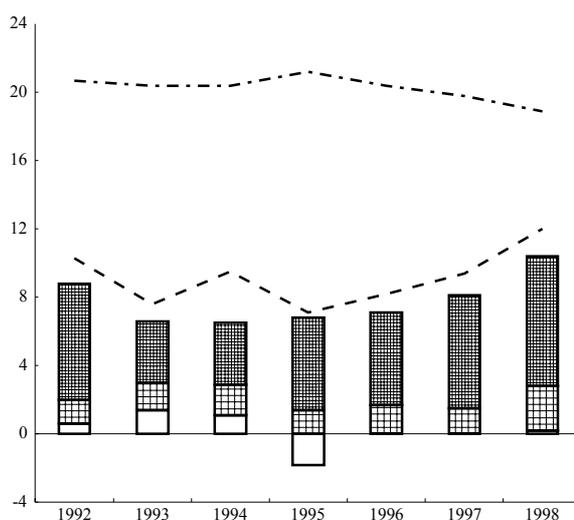
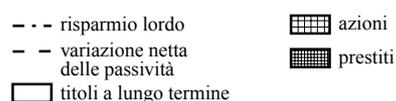
### Investimenti e fonti di finanziamento dei settori privati non finanziari <sup>1)2)</sup>

(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 senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

3) Colonna 6 - colonna 14.

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

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

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

**Tavola 7**

## Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)

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

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

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

	Risparmio lordo	Disavanzo (-) / Avanzo (+)				Disav. (-) / Avanz. (+) primario	Aggiustamento disav./debito <sup>2)</sup>	Variazione del debito <sup>3)</sup>				Debito lordo			
		Totale	Amministrazione centrale	Amm.ni regionali e locali	Enti di previdenza			Totale	Depositi/prestiti	Titoli a breve	Titoli a medio e lungo termine	Totale	Depositi/prestiti	Titoli a breve	Titoli a medio e lungo termine
1991	0,1	-4,4	-4,2	-0,5	0,3	0,7	0,6	5,0	1,3	0,3	3,3	57,3	18,4	9,5	29,3
1992	-0,6	-4,6	-4,0	-0,5	-0,1	1,0	2,0	6,6	1,7	1,1	3,8	60,8	19,1	10,2	31,5
1993	-1,3	-5,5	-4,9	-0,6	-0,1	0,3	2,4	7,9	1,5	0,0	6,4	67,2	20,1	9,9	37,2
1994	-1,0	-5,0	-4,3	-0,7	0,0	0,5	0,8	5,8	0,2	0,9	4,7	69,8	19,4	10,3	40,1
1995	-1,0	-5,0	-4,1	-0,5	-0,3	0,7	2,7	7,6	2,6	0,0	5,0	74,0	21,0	9,8	43,2
1996	-0,8	-4,3	-3,6	-0,5	-0,2	1,4	-0,6	3,7	0,2	0,4	3,1	75,2	20,5	9,9	44,9
1997	0,5	-2,6	-2,3	-0,3	0,1	2,5	-0,4	2,2	-0,1	-0,6	2,9	74,6	19,6	8,9	46,1
1998	1,3	-2,0	-2,2	0,1	0,1	2,6	-0,5	1,5	-0,4	-0,6	2,5	72,9	18,4	7,9	46,7
1999	2,3	-1,2	-1,6	0,1	0,3	3,1	0,5	1,6	-0,2	-0,8	2,7	72,1	17,5	6,8	47,7

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

	BE	DE	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	-3,7	-3,4	-5,0	-4,2	-0,6	-7,1	2,7	-1,8	-3,8	-3,8	-3,2
1997	-2,0	-2,6	-3,2	-3,0	0,8	-2,7	3,6	-1,2	-1,9	-2,6	-1,5
1998	-1,0	-1,7	-2,6	-2,7	2,1	-2,8	3,2	-0,8	-2,5	-2,1	1,3
1999	-0,9	-1,1	-1,1	-1,8	2,0	-1,9	2,4	0,5	-2,0	-2,0	2,3
2000 <sup>4)</sup>	-0,5	-1,0	-0,7	-1,5	1,7	-1,5	2,6	1,0	-1,7	-1,5	4,1

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

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

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

- 1) I dati aggregati relativi alle entrate, alle spese e ai disavanzi sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area non sono consolidate.
- 2) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo in percentuale del PIL.
- 3) Variazione del debito lordo espressa in percentuale del PIL:  $[\text{debito}(t) - \text{debito}(t-1)] / \text{PIL}(t)$ .
- 4) Previsioni della Commissione europea.



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

Tavola 8.1

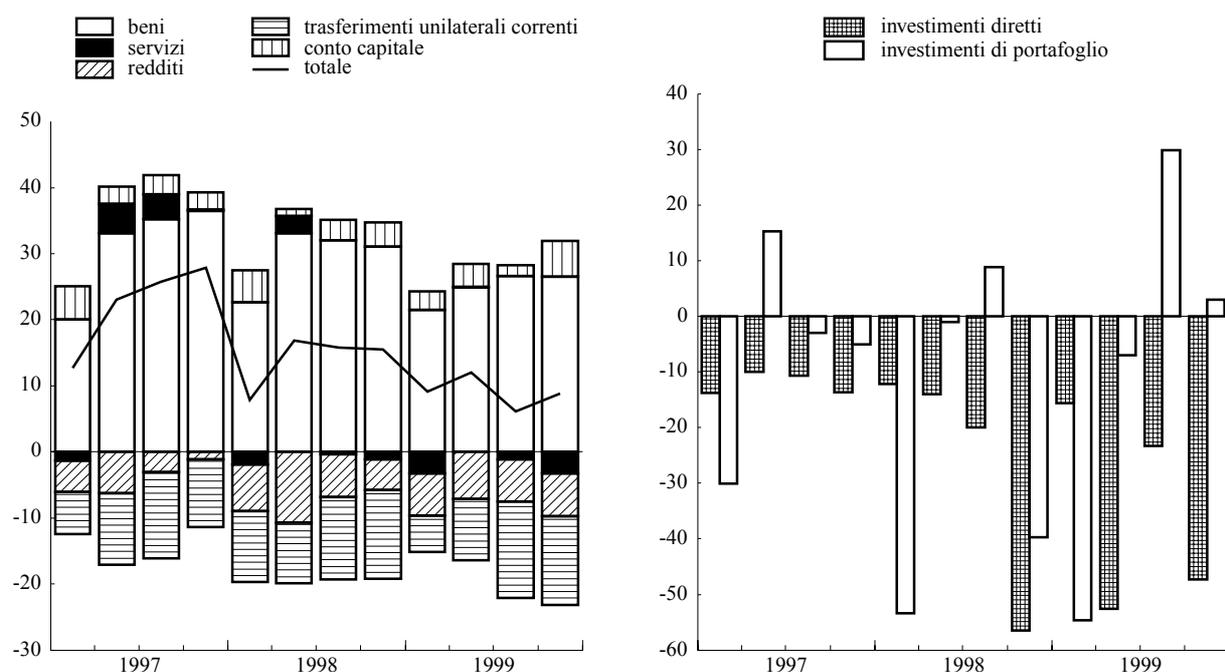
### Bilancia dei pagamenti: principali voci <sup>1) 2)</sup>

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

	Conto corrente					Conto capitale	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti unilaterali correnti		Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	76,2	124,8	7,1	-15,2	-40,5	13,1	.	-48,1	-22,8	.	.	.	.
1998	43,3	118,8	-0,9	-28,8	-45,8	12,7	-69,1	-102,6	-85,3	-8,2	118,5	8,5	13,1
1999	22,8	99,5	-7,5	-26,4	-42,8	13,3	-64,3	-138,8	-28,9	-1,0	90,8	13,7	28,2
1998 4° trim.	11,8	31,0	-1,2	-4,6	-13,4	3,7	-36,2	-56,5	-39,7	-5,3	58,7	6,7	20,7
1999 1° trim.	6,4	21,5	-3,2	-6,4	-5,5	2,8	-33,1	-15,6	-54,7	-1,4	33,0	5,5	24,0
2° trim.	8,6	24,8	0,2	-7,1	-9,3	3,4	-28,3	-52,6	-7,0	-0,6	25,3	6,6	16,2
3° trim.	4,5	26,6	-1,1	-6,4	-14,6	1,7	-6,7	-23,3	29,8	1,5	-16,1	1,4	0,5
4° trim.	3,4	26,5	-3,3	-6,5	-13,4	5,5	3,8	-47,3	3,0	-0,5	48,5	0,2	-12,6
1998 dic.	5,3	10,3	0,1	-1,1	-3,9	2,0	-33,8	-3,2	-12,0	-0,1	-33,9	15,4	26,4
1999 gen.	-2,4	4,8	-2,9	-2,3	-2,0	2,7	0,4	-4,7	8,8	-1,9	0,3	-2,1	-0,7
feb.	2,3	6,9	0,0	-2,5	-2,2	-0,1	6,8	-6,2	-26,4	-0,4	34,8	5,0	-9,0
mar.	6,4	9,8	-0,4	-1,6	-1,4	0,2	-40,3	-4,6	-37,1	0,9	-2,1	2,7	33,7
apr.	4,8	8,0	-0,4	0,1	-2,9	0,5	-5,1	-14,6	13,6	3,5	-9,3	1,8	-0,2
mag.	-1,5	5,9	0,7	-4,9	-3,2	1,4	-11,0	-19,1	-28,5	-3,9	37,0	3,5	11,1
giu.	5,4	11,0	-0,1	-2,3	-3,2	1,4	-12,2	-18,9	7,9	-0,1	-2,3	1,3	5,4
lug.	6,4	14,6	-0,1	-3,6	-4,5	0,7	-24,4	-9,8	-3,2	0,8	-11,5	-0,8	17,3
ago.	1,3	6,5	-0,5	0,1	-4,8	0,6	27,2	-7,2	12,0	1,9	20,0	0,5	-29,0
set.	-3,2	5,6	-0,6	-2,9	-5,2	0,4	-9,5	-6,3	20,9	-1,2	-24,6	1,7	12,3
ott.	2,2	10,5	-0,2	-3,9	-4,1	1,5	14,7	-7,3	-13,5	-1,8	37,2	0,1	-18,4
nov.	1,6	8,4	-1,8	-0,7	-4,3	1,1	-4,5	-19,4	13,6	1,6	-1,0	0,6	1,8
dic.	-0,5	7,7	-1,3	-1,9	-5,0	2,8	-6,4	-20,6	2,9	-0,3	12,2	-0,5	4,0
2000 gen.	-6,6	0,9	-1,9	-4,3	-1,3	1,4	17,1	2,0	-17,5	-1,3	35,5	-1,6	-11,9
feb.	2,4	6,3	-2,0	-0,8	-1,0	0,2	9,7	144,7	-138,7	2,6	0,2	0,8	-12,3

### Conto corrente e conto capitale

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



Fonte: BCE.

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

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

## Tavola 8.2

### Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale <sup>1)</sup>

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

	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	
1997	1.212,2	1.136,0	744,1	619,3	217,9	210,8	189,5	204,7	60,7	101,1	18,9	5,8
1998	1.264,0	1.220,6	772,4	653,6	232,0	232,8	198,5	227,3	61,1	106,9	17,8	5,1
1999	1.303,8	1.280,9	796,0	696,5	236,0	243,5	205,0	231,4	66,8	109,6	19,6	6,3
1998 4° trim.	316,6	304,8	195,7	164,7	58,1	59,3	50,3	54,9	12,4	25,9	5,2	1,6
1999 1° trim.	300,8	294,4	179,7	158,2	50,7	53,9	46,6	53,0	23,8	29,3	4,4	1,7
2° trim.	325,2	316,6	193,1	168,2	59,3	59,1	58,0	65,1	14,8	24,2	4,6	1,2
3° trim.	323,2	318,7	199,9	173,2	62,5	63,6	47,9	54,4	12,9	27,5	3,1	1,5
4° trim.	354,7	351,3	223,4	196,9	63,6	66,8	52,5	59,0	15,3	28,6	7,5	2,0
1998 dic.	109,4	104,1	64,3	54,0	20,8	20,8	19,3	20,4	5,0	9,0	2,7	0,6
1999 gen.	95,4	97,7	53,5	48,7	14,9	17,8	14,8	17,0	12,3	14,3	3,1	0,4
feb.	95,1	92,8	57,4	50,5	17,2	17,2	14,2	16,7	6,2	8,4	0,7	0,8
mar.	110,4	103,9	68,8	59,0	18,7	19,0	17,7	19,3	5,3	6,6	0,6	0,5
apr.	105,8	101,0	63,3	55,3	18,5	18,9	19,1	19,1	4,9	7,8	1,0	0,4
mag.	102,6	104,2	60,7	54,9	19,2	18,5	17,3	22,2	5,4	8,6	1,8	0,3
giu.	116,8	111,4	69,1	58,1	21,6	21,7	21,6	23,8	4,6	7,8	1,9	0,5
lug.	115,9	109,4	72,8	58,2	22,7	22,8	15,7	19,3	4,6	9,1	1,3	0,6
ago.	98,3	97,0	58,8	52,3	19,1	19,6	16,2	16,1	4,2	9,0	1,0	0,4
set.	109,0	112,2	68,2	62,7	20,6	21,2	16,1	19,0	4,1	9,4	0,8	0,5
ott.	115,7	113,5	74,0	63,5	20,9	21,1	15,9	19,8	4,9	9,1	2,0	0,5
nov.	117,6	116,0	75,3	66,9	20,5	22,3	17,1	17,8	4,7	9,0	1,8	0,7
dic.	121,3	121,8	74,1	66,4	22,2	23,4	19,5	21,4	5,6	10,6	3,7	0,8
2000 gen.	110,8	117,4	63,7	62,8	17,8	19,7	16,4	20,6	13,0	14,3	1,8	0,4
feb.	114,4	112,0	71,8	65,6	17,9	19,9	17,8	18,6	6,9	7,9	0,6	0,4

Fonte: BCE.

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

### Tavola 8.3

#### Bilancia dei pagamenti: conto dei redditi

(miliardi di euro; flussi lordi)

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

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

Fonte: BCE.

## Tavola 8.4

### Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti e di portafoglio <sup>1) 2)</sup>

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

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

	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio									
	all'estero	nell'area dell'euro	Totale		Azioni		Titoli					
			Attività	Passività	Attività	Passività	Attività			Passività		
	Totale	Obbliga- zioni					Strumenti di mercato monetario	Totale	Obbliga- zioni	Strumenti di mercato monetario		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1997	-93,4	45,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
1998	-183,0	80,4	-302,1	216,8	-98,7	98,3	-203,3	-187,1	-16,3	118,5	102,7	15,8
1999	-212,9	74,1	-316,5	287,5	-153,7	97,7	-162,7	-149,0	-13,8	189,8	119,2	70,6
1998 4° trim.	-70,0	13,5	-61,4	21,7	-20,1	41,6	-41,2	-29,2	-12,0	-19,9	-18,0	-1,9
1999 1° trim.	-36,3	20,8	-65,3	10,7	-21,7	-5,4	-43,6	-43,8	0,1	16,1	2,9	13,2
2° trim.	-76,9	24,3	-85,6	78,6	-40,9	31,3	-44,7	-52,5	7,8	47,3	33,7	13,7
3° trim.	-26,9	3,6	-64,3	94,1	-37,2	27,1	-27,0	-21,0	-6,1	67,0	42,3	24,7
4° trim.	-72,7	25,4	-101,2	104,2	-53,9	44,8	-47,3	-31,7	-15,7	59,4	40,4	19,1
1998 dic.	-14,2	11,0	-19,8	7,7	-8,1	7,1	-11,7	-8,8	-2,9	0,6	7,5	-6,9
1999 gen.	-11,8	7,1	-19,1	27,9	-6,4	9,5	-12,7	-9,3	-3,4	18,4	15,7	2,7
feb.	-12,0	5,8	-16,2	-10,2	-4,3	1,9	-11,9	-13,2	1,3	-12,1	-18,0	6,0
mar.	-12,5	7,9	-30,0	-7,1	-11,0	-16,9	-19,0	-21,2	2,3	9,7	5,2	4,5
apr.	-23,3	8,7	-22,2	35,8	-11,7	8,2	-10,5	-14,8	4,3	27,6	27,7	-0,1
mag.	-28,3	9,1	-37,9	9,4	-15,7	10,8	-22,2	-23,3	1,1	-1,4	-9,2	7,8
giu.	-25,3	6,4	-25,5	33,4	-13,5	12,3	-12,0	-14,4	2,4	21,1	15,2	5,9
lug.	-3,6	-6,2	-22,0	18,8	-9,8	11,0	-12,2	-11,8	-0,3	7,8	0,4	7,4
ago.	-12,8	5,6	-22,8	34,8	-14,8	5,5	-8,0	-6,5	-1,5	29,3	21,8	7,5
set.	-10,5	4,3	-19,5	40,4	-12,6	10,5	-6,9	-2,7	-4,2	29,9	20,1	9,8
ott.	-15,2	7,9	-24,2	10,8	-13,2	10,2	-11,1	-5,4	-5,6	0,6	1,5	-0,9
nov.	-22,4	3,0	-35,4	49,0	-18,3	16,1	-17,1	-12,2	-4,9	32,9	32,7	0,2
dic.	-35,2	14,5	-41,5	44,4	-22,4	18,5	-19,1	-14,0	-5,1	25,9	6,2	19,7
2000 gen.	-5,4	7,4	-25,1	7,6	-22,0	4,0	-3,1	-6,1	2,9	3,6	0,1	3,5
feb.	-19,4	164,2	-68,1	-70,6	-52,6	-92,0	-15,5	-12,6	-2,9	21,4	5,6	15,8

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

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

Fonte: BCE.

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

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

## Tavola 8.5

### Bilancia dei pagamenti: altri investimenti e riserve ufficiali <sup>1)</sup>

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

#### 1. Altri investimenti: scomposizione per settore <sup>2)</sup>

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'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	-67,5	186,0	-0,7	3,5	-1,4	-7,7	-22,6	178,1	-34,2	34,8	11,6	143,3	-42,8	12,1
1999	-58,0	148,8	9,4	0,0	-0,7	-13,4	-24,8	137,4	-50,4	39,7	25,6	97,7	-41,9	24,7
1998 4° tr.	59,1	-0,4	-0,5	2,9	3,0	-2,5	53,7	-4,1	-3,7	14,2	57,4	-18,3	2,9	3,2
1999 1° tr.	-34,6	67,7	2,9	0,0	-3,3	-4,2	-13,4	58,6	-13,9	7,1	0,6	51,5	-20,9	13,3
2° tr.	1,0	24,4	4,4	0,0	3,9	-2,9	8,2	19,4	-15,6	13,2	23,9	6,2	-15,6	7,8
3° tr.	-28,1	12,0	-0,3	0,0	-1,6	-2,4	-8,6	10,3	-14,3	8,1	5,7	2,2	-17,7	4,1
4° tr.	3,8	44,7	2,3	0,0	0,3	-3,9	-11,1	49,1	-6,5	11,3	-4,5	37,8	12,2	-0,5
1998 dic.	49,0	-82,8	-0,4	5,2	1,9	-4,9	38,6	-82,4	-1,6	9,6	40,3	-92,0	8,9	-0,7
1999 gen.	-64,7	65,1	8,4	0,0	0,0	-4,8	-65,0	65,2	-6,2	3,4	-58,8	61,7	-8,2	4,6
feb.	30,9	3,9	-4,5	0,0	-2,2	-0,6	48,5	1,5	-0,6	-3,2	49,1	4,6	-10,9	3,1
mar.	-0,8	-1,3	-1,0	0,0	-1,1	1,2	3,2	-8,1	-7,1	6,8	10,3	-14,9	-1,8	5,6
apr.	10,5	-19,8	0,4	0,0	-0,2	0,3	15,0	-20,8	-4,7	2,7	19,7	-23,5	-4,8	0,7
mag.	-10,7	47,6	3,1	0,0	1,0	-0,9	-13,4	50,4	-3,9	6,1	-9,5	44,3	-1,4	-1,9
giu.	1,1	-3,5	0,9	0,0	3,0	-2,3	6,6	-10,1	-7,1	4,5	13,7	-14,6	-9,4	9,0
lug.	-14,2	2,7	0,8	0,0	-1,7	-1,2	-8,2	0,4	-2,1	3,7	-6,0	-3,2	-5,1	3,5
ago.	-5,1	25,1	-1,5	0,0	0,2	-0,1	-2,6	26,3	-5,4	0,1	2,8	26,2	-1,2	-1,1
set.	-8,8	-15,8	0,5	0,0	-0,1	-1,1	2,2	-16,4	-6,8	4,3	9,0	-20,7	-11,4	1,7
ott.	-16,8	53,9	0,3	0,0	-1,1	-1,1	-20,8	51,1	-3,1	3,5	-17,7	47,5	4,9	4,0
nov.	-71,8	70,8	-1,7	0,0	1,1	-1,8	-68,5	71,6	1,0	-0,4	-69,4	72,0	-2,7	1,0
dic.	92,3	-80,1	3,8	0,0	0,3	-1,0	78,2	-73,6	-4,4	8,2	82,5	-81,8	10,0	-5,5
2000 gen.	-4,1	39,6	-0,3	0,0	-2,2	-1,2	8,3	41,3	-3,4	7,8	11,7	33,5	-9,9	-0,5
feb.	-32,6	32,9	-1,8	0,0	-4,1	-0,5	-22,4	30,3	-2,9	8,3	-19,5	22,1	-4,4	3,1

#### 2. Altri investimenti: scomposizione per settore e per strumento

##### 2.1. Eurosistema

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

Fonte: BCE.

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

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

## 2.2. Amministrazioni pubbliche

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

## 2.3. IFM (escluso l'Eurosistema)

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

## 2.4. Altri settori

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

## 3. Riserve ufficiali <sup>1)</sup>

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

Tavola 8.6

## Posizione patrimoniale verso l'estero e riserve ufficiali

1. Posizione patrimoniale verso l'estero <sup>1)</sup>

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

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

2. Riserve e altre attività connesse dell'Eurosistema <sup>2)</sup>

(miliardi di euro; posizioni di fine periodo, salvo diversa indicazione)

	Riserve ufficiali													Altri crediti	Per memoria: altre attività
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	Banconote e depositi		Valori mobiliari			Derivati			
		In milioni di onces	3				7	8	Azioni	Obbligazioni	Strumenti di mercato monetario				
													presso autorità monetarie e la BRI		
1998 dic. <sup>3)</sup>	329,4	99,6	404,131	5,1	23,4	199,8	12,5	18,3	0,0	116,7	52,4	0,0	1,5	7,6	
1999 dic.	372,5	116,4	402,754	4,5	24,2	225,2	-	-	-	-	-	0,0	2,0	14,4	
2000 gen. <sup>4)</sup>	381,5	116,2	401,635	4,3	24,4	231,4	-	-	-	-	-	0,2	1,9	14,7	
feb. <sup>4)</sup>	383,8	121,1	400,499	4,4	23,9	231,9	-	-	-	-	-	0,2	2,0	16,1	
mar.	384,1	116,0	400,499	4,4	24,8	238,9	-	-	-	-	-	0,2	1,2	17,0	

3. Riserve e altre attività connesse della Banca centrale europea <sup>5)</sup>

(miliardi di euro; posizioni di fine periodo)

	Riserve ufficiali													Altri crediti	Per memoria: altre attività
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	Banconote e depositi		Valori mobiliari			Derivati			
		In milioni di onces	3				7	8	Azioni	Obbligazioni	Strumenti di mercato monetario				
													presso autorità monetarie e la BRI		
1999 dic.	49,3	6,9	24,030	0,0	0,0	41,0	-	-	-	-	-	0,0	1,4	2,6	
2000 gen.	50,0	7,0	24,030	0,0	0,0	41,7	-	-	-	-	-	0,0	1,3	3,2	
feb.	48,1	7,3	24,030	0,0	0,0	39,5	-	-	-	-	-	0,0	1,3	4,2	
mar.	49,8	7,0	24,030	0,0	0,0	42,0	-	-	-	-	-	0,0	0,9	4,3	

Fonte: BCE.

- 1) Per informazioni riguardo alla confrontabilità dei dati recenti e di alcuni di quelli relativi ai periodi precedenti, cfr. le note generali.
- 2) I dati non sono del tutto confrontabili con quelli riportati nella tavola 1.1 a causa di differenze nelle definizioni e nei criteri di valutazione.
- 3) Posizione al 1° gennaio 1999.
- 4) La variazione delle riserve auree dell'Eurosistema è dovuta alla vendita di oro da parte di una banca centrale in base ai termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999.
- 5) Le riserve della BCE sono parte delle riserve dell'Eurosistema.

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

**Tavola 9**

### 1. Esportazioni <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 manifatturieri	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	49,2	14,2	13,1	85,5	195,5	295,9	16,3	107,6	104,7	102,8
1997	762,8	52,8	16,3	14,4	99,0	216,6	342,8	20,9	122,5	115,9	105,7
1998	796,3	56,1	15,8	12,6	104,4	221,7	371,1	14,7	127,9	120,0	106,6
1999	828,4	55,6	16,3	13,4	113,7	223,4	382,9	23,1	133,1	121,9	109,2
1997 1° trim.	170,7	12,0	3,8	3,7	22,6	48,9	74,7	5,0	109,7	104,2	105,3
2° trim.	191,8	13,4	4,1	3,6	25,1	53,9	86,4	5,3	123,3	117,3	105,1
3° trim.	193,5	13,0	4,2	3,4	25,6	55,6	86,5	5,1	124,3	116,6	106,6
4° trim.	206,8	14,4	4,2	3,7	25,6	58,2	95,1	5,5	132,9	125,7	105,7
1998 1° trim.	194,5	13,8	4,2	3,4	26,7	54,7	88,0	3,7	125,0	115,9	107,8
2° trim.	204,5	14,6	3,9	3,3	27,0	56,6	95,5	3,7	131,4	123,1	106,8
3° trim.	195,9	13,5	3,9	3,0	25,8	55,3	91,0	3,6	125,9	118,2	106,5
4° trim.	201,4	14,2	3,8	2,9	25,0	55,1	96,7	3,7	129,4	122,8	105,4
1999 1° trim.	187,9	12,3	3,8	2,6	25,8	51,0	86,6	5,7	120,7	112,5	107,3
2° trim.	202,9	13,4	4,0	3,1	27,9	54,8	93,9	5,8	130,4	119,7	108,9
3° trim.	209,2	13,8	4,1	3,8	29,6	56,5	95,4	6,0	134,4	122,8	109,5
4° trim.	228,4	16,0	4,5	3,9	30,4	61,0	107,0	5,6	146,8	132,4	110,9
1998 gen.	58,6	4,3	1,3	1,2	8,4	16,3	26,0	1,2	112,9	104,8	107,7
feb.	63,8	4,5	1,4	1,0	8,6	18,1	28,9	1,2	123,0	114,1	107,8
mar.	72,1	5,0	1,5	1,2	9,6	20,3	33,1	1,3	139,0	128,7	108,0
apr.	68,2	4,9	1,3	1,1	9,2	19,0	31,3	1,3	131,4	122,9	106,9
mag.	65,9	4,8	1,3	1,1	8,7	18,3	30,7	1,2	127,1	118,9	106,9
giu.	70,5	4,9	1,3	1,1	9,1	19,3	33,5	1,2	135,9	127,3	106,7
lug.	73,0	4,8	1,3	1,1	9,3	21,1	34,2	1,2	140,8	131,7	106,9
ago.	56,7	4,2	1,2	1,0	7,7	15,6	25,9	1,1	109,3	103,2	105,9
set.	66,2	4,5	1,3	0,9	8,8	18,5	30,9	1,3	127,6	119,7	106,6
ott.	69,0	4,8	1,3	1,0	8,6	19,6	32,5	1,2	133,1	125,8	105,8
nov.	67,1	4,8	1,3	1,0	8,1	18,2	32,5	1,3	129,3	123,3	104,8
dic.	65,3	4,6	1,2	0,9	8,2	17,3	31,7	1,2	125,8	119,3	105,5
1999 gen.	54,6	3,7	1,1	0,8	7,8	14,7	25,0	1,5	105,3	98,6	106,8
feb.	60,2	4,0	1,2	0,8	8,2	16,5	27,4	2,1	116,0	108,5	106,9
mar.	73,1	4,7	1,4	1,0	9,8	19,9	34,2	2,1	140,9	130,6	107,9
apr.	65,8	4,3	1,3	1,0	9,1	17,7	30,6	1,7	126,9	116,6	108,9
mag.	63,7	4,5	1,3	1,0	9,0	17,3	28,8	1,8	122,7	113,1	108,5
giu.	73,3	4,6	1,3	1,1	9,8	19,8	34,4	2,2	141,4	129,4	109,3
lug.	76,2	4,6	1,4	1,2	10,3	20,8	35,7	2,4	147,0	132,8	110,7
ago.	61,0	4,2	1,3	1,1	9,2	16,0	27,4	1,8	117,5	106,8	110,0
set.	72,0	5,1	1,4	1,5	10,1	19,7	32,4	1,9	138,8	128,5	108,0
ott.	76,4	5,2	1,5	1,3	10,1	20,6	35,7	2,0	147,4	134,0	110,0
nov.	76,4	5,3	1,5	1,2	10,6	20,5	35,5	1,9	147,3	133,5	110,3
dic.	75,6	5,6	1,6	1,4	9,7	19,9	35,8	1,6	145,7	129,6	112,4
2000 gen.	65,8	3,5	1,4	1,5	9,2	17,5	30,3	2,5	126,9	.	.
feb.	74,0	.	.	.	.	.	.	.	142,7	.	.

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- turiери	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri	Numeri indici 1995=100		
									Valore <sup>2)</sup>	Volume <sup>2)</sup>	Valori unitari 11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1996	593,9	46,6	36,5	71,6	54,1	167,0	193,6	24,6	105,5	102,9	102,6
1997	674,2	49,7	41,3	81,2	62,0	188,1	228,8	23,1	119,8	110,3	108,6
1998	711,0	55,1	41,3	58,5	68,0	202,0	270,1	16,1	126,3	123,0	102,7
1999	771,7	51,0	38,7	77,3	70,8	208,3	302,0	23,5	137,1	129,0	106,3
1997 1° trim.	159,1	11,4	9,7	21,2	14,7	44,6	51,8	5,8	113,1	106,0	106,7
2° trim.	168,0	12,6	11,0	18,6	16,0	46,5	57,5	5,7	119,4	111,4	107,2
3° trim.	166,6	12,2	10,0	20,0	15,2	48,9	55,6	4,7	118,5	106,9	110,8
4° trim.	180,4	13,5	10,6	21,4	16,1	48,2	63,8	6,8	128,2	117,0	109,6
1998 1° trim.	179,9	13,7	10,9	16,4	17,7	51,6	65,3	4,3	127,9	119,2	107,3
2° trim.	179,2	13,7	11,1	15,1	17,3	50,4	67,2	4,3	127,4	121,6	104,7
3° trim.	171,1	13,4	9,7	13,8	16,4	50,8	63,4	3,6	121,6	119,5	101,8
4° trim.	180,8	14,3	9,6	13,2	16,5	49,2	74,1	3,9	128,5	131,9	97,4
1999 1° trim.	177,2	12,0	9,1	13,4	17,0	49,8	70,5	5,5	126,0	127,5	98,8
2° trim.	188,1	12,6	10,0	16,8	17,6	50,4	74,9	5,8	133,7	128,8	103,8
3° trim.	192,4	12,6	9,4	21,2	17,1	54,0	72,4	5,7	136,8	125,0	109,4
4° trim.	214,0	13,8	10,2	25,9	19,1	54,2	84,2	6,6	152,1	135,0	112,7
1998 gen.	57,7	4,5	3,5	5,7	5,6	16,6	20,4	1,4	123,0	114,3	107,6
feb.	57,9	4,3	3,5	5,4	5,6	16,7	20,8	1,6	123,4	114,4	107,9
mar.	64,3	4,9	3,8	5,3	6,5	18,3	24,1	1,3	137,1	128,6	106,6
apr.	60,1	4,8	3,7	5,2	5,8	16,8	22,6	1,3	128,2	121,5	105,5
mag.	56,9	4,4	3,5	5,2	5,6	15,8	21,2	1,2	121,4	115,7	104,9
giu.	62,1	4,6	3,9	4,7	6,0	17,8	23,4	1,8	132,5	127,8	103,7
lug.	59,3	4,7	3,6	4,7	6,0	17,8	21,2	1,3	126,4	123,6	102,2
ago.	50,1	4,1	2,8	4,4	4,7	15,0	18,1	1,0	106,9	105,7	101,1
set.	61,8	4,6	3,3	4,7	5,8	17,9	24,1	1,4	131,7	129,2	101,9
ott.	62,5	4,8	3,3	4,7	5,8	17,4	25,1	1,4	133,2	133,9	99,5
nov.	59,7	4,6	3,1	4,2	5,4	16,2	24,9	1,3	127,3	131,8	96,6
dic.	58,6	5,0	3,1	4,3	5,3	15,7	24,2	1,2	125,0	130,2	96,0
1999 gen.	54,5	3,7	2,9	4,5	5,1	15,3	21,2	1,7	116,2	118,6	98,0
feb.	55,8	3,7	2,9	4,1	5,5	16,0	21,8	1,9	119,1	121,1	98,3
mar.	66,9	4,5	3,3	4,9	6,4	18,4	27,5	1,9	142,6	142,9	99,8
apr.	61,0	4,1	3,3	5,6	5,7	15,9	24,5	1,9	130,2	127,1	102,4
mag.	62,1	4,2	3,3	5,7	5,7	16,4	24,9	1,8	132,4	126,5	104,6
giu.	65,0	4,4	3,5	5,4	6,1	18,0	25,5	2,0	138,6	132,5	104,6
lug.	64,1	4,3	3,3	6,7	5,7	18,3	23,9	1,9	136,6	126,6	107,9
ago.	57,9	4,0	2,6	7,0	5,2	16,2	21,3	1,7	123,5	112,3	110,0
set.	70,4	4,4	3,4	7,6	6,3	19,4	27,2	2,1	150,2	136,3	110,2
ott.	69,0	4,4	3,3	7,7	6,3	18,0	26,9	2,3	147,1	131,8	111,6
nov.	72,8	4,7	3,5	8,4	6,6	18,5	28,9	2,2	155,3	139,2	111,6
dic.	72,2	4,7	3,4	9,7	6,1	17,8	28,4	2,1	153,9	133,7	115,1
2000 gen.	70,4	4,1	3,5	10,4	5,8	18,4	25,9	2,3	150,0	.	.
feb.	73,7	.	.	.	.	.	.	.	157,2	.	.

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

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

2) Elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

## Tavola 9

### 3. Saldi commerciali <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 alimentari non energetici	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1996	75,8	2,7	-22,3	-58,5	31,4	28,5	102,3	-8,3
1997	88,6	3,2	-25,0	-66,8	37,0	28,5	114,0	-2,2
1998	85,3	1,0	-25,5	-45,9	36,4	19,7	101,0	-1,4
1999	56,6	4,6	-22,4	-63,9	42,9	15,0	80,9	-0,5
1997 1° trim.	11,6	0,6	-5,8	-17,5	7,9	4,3	22,8	-0,8
2° trim.	23,8	0,7	-6,9	-15,0	9,1	7,4	28,9	-0,4
3° trim.	26,8	0,9	-5,9	-16,6	10,4	6,8	30,9	0,3
4° trim.	26,3	1,0	-6,4	-17,7	9,5	10,0	31,3	-1,3
1998 1° trim.	14,6	0,1	-6,7	-13,0	9,0	3,2	22,7	-0,7
2° trim.	25,4	0,9	-7,2	-11,7	9,6	6,1	28,2	-0,6
3° trim.	24,8	0,1	-5,8	-10,9	9,3	4,5	27,6	0,0
4° trim.	20,6	-0,1	-5,7	-10,3	8,5	5,9	22,6	-0,2
1999 1° trim.	10,7	0,4	-5,3	-10,8	8,9	1,2	16,1	0,2
2° trim.	14,8	0,8	-6,1	-13,7	10,3	4,5	19,0	0,0
3° trim.	16,8	1,2	-5,3	-17,4	12,5	2,5	23,0	0,3
4° trim.	14,4	2,2	-5,7	-21,9	11,3	6,8	22,7	-1,0
1998 gen.	0,9	-0,2	-2,2	-4,6	2,8	-0,3	5,6	-0,2
feb.	5,9	0,3	-2,2	-4,3	3,1	1,4	8,1	-0,4
mar.	7,8	0,1	-2,3	-4,1	3,1	2,0	9,0	0,0
apr.	8,0	0,1	-2,4	-4,1	3,4	2,2	8,7	0,0
mag.	9,0	0,4	-2,3	-4,1	3,1	2,4	9,5	-0,1
giu.	8,3	0,3	-2,6	-3,5	3,1	1,5	10,1	-0,5
lug.	13,8	0,0	-2,2	-3,6	3,3	3,3	13,0	0,0
ago.	6,6	0,1	-1,6	-3,5	3,0	0,6	7,7	0,1
set.	4,4	-0,1	-2,0	-3,8	3,0	0,5	6,8	-0,1
ott.	6,6	0,0	-2,0	-3,7	2,8	2,2	7,4	-0,2
nov.	7,4	0,2	-1,9	-3,3	2,7	2,0	7,7	0,0
dic.	6,6	-0,3	-1,9	-3,3	2,9	1,7	7,5	0,1
1999 gen.	0,1	0,0	-1,8	-3,7	2,7	-0,7	3,8	-0,2
feb.	4,3	0,2	-1,7	-3,2	2,8	0,5	5,6	0,2
mar.	6,2	0,1	-1,8	-3,9	3,4	1,4	6,8	0,2
apr.	4,8	0,2	-1,9	-4,6	3,4	1,8	6,2	-0,2
mag.	1,6	0,3	-2,0	-4,8	3,2	1,0	3,9	0,0
giu.	8,4	0,3	-2,1	-4,3	3,7	1,8	8,9	0,2
lug.	12,2	0,3	-2,0	-5,5	4,7	2,5	11,7	0,5
ago.	3,0	0,3	-1,3	-5,8	4,0	-0,2	6,1	0,1
set.	1,6	0,7	-2,0	-6,1	3,8	0,3	5,1	-0,2
ott.	7,5	0,7	-1,8	-6,4	3,8	2,7	8,8	-0,2
nov.	3,6	0,6	-2,1	-7,2	4,0	2,0	6,5	-0,3
dic.	3,4	0,9	-1,8	-8,3	3,6	2,1	7,4	-0,5
2000 gen.	-4,5	-0,6	-2,1	-9,0	3,4	-0,9	4,4	0,2
feb.	0,3	.	.	.	.	.	.	.

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

# 10 Tassi di cambio

**Tavola 10**

## Tassi di cambio

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

	Tasso di cambio effettivo dell'euro <sup>1)</sup>						Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro <sup>2)</sup>			
	Gruppo ristretto				Gruppo ampio		Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Sterlina britannica
	nominale	reale IPC	reale IPP	reale CLUP	nominale	reale IPC				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1996	107,9	108,8	108,1	114,2	95,4	106,1	1,270	138,1	1,568	0,814
1997	99,1	99,4	99,5	102,2	90,4	96,7	1,134	137,1	1,644	0,692
1998	101,5	101,3	101,8	99,8	96,6	99,3	1,121	146,4	1,622	0,676
1999	95,7	95,7	95,8	95,9	96,6	95,9	1,066	121,3	1,600	0,659
1999 1° trim.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	1,122	130,7	1,599	0,687
2° trim.	96,1	96,0	96,0	96,2	96,5	96,1	1,057	127,7	1,600	0,658
3° trim.	94,6	94,7	94,7	94,5	95,5	94,7	1,049	118,7	1,602	0,655
4° trim.	92,2	92,2	92,5	92,8	94,2	92,7	1,038	108,4	1,600	0,636
2000 1° trim.	89,0	89,6	90,1	88,9	91,1	89,5	0,986	105,5	1,607	0,614
1999 gen.	102,0	101,8	101,8	-	101,4	101,3	1,161	131,3	1,605	0,703
feb.	99,9	99,9	99,8	-	100,0	100,0	1,121	130,8	1,598	0,689
mar.	98,3	98,3	98,4	-	98,7	98,7	1,088	130,2	1,595	0,671
apr.	97,1	96,9	97,1	-	97,5	97,2	1,070	128,2	1,602	0,665
mag.	96,6	96,5	96,5	-	96,9	96,5	1,063	129,7	1,603	0,658
giu.	94,7	94,6	94,3	-	95,1	94,6	1,038	125,3	1,595	0,650
lug.	94,8	95,2	94,9	-	95,0	94,6	1,035	123,7	1,604	0,658
ago.	95,4	95,6	95,5	-	96,3	95,6	1,060	120,1	1,600	0,660
set.	93,6	93,4	93,6	-	95,2	94,0	1,050	112,4	1,602	0,647
ott.	94,4	94,2	94,4	-	96,3	94,8	1,071	113,5	1,594	0,646
nov.	92,0	92,0	92,4	-	94,0	92,5	1,034	108,2	1,605	0,637
dic.	90,1	90,3	90,6	-	92,2	90,8	1,011	103,7	1,601	0,627
2000 gen.	90,2	90,8	91,2	-	92,4	90,8	1,014	106,5	1,610	0,618
feb.	89,2	89,8	90,2	-	91,2	89,6	0,983	107,6	1,607	0,615
mar.	87,7	88,3	88,8	-	89,7	88,0	0,964	102,6	1,604	0,611
apr.	86,1	86,5	87,6	-	88,4	86,5	0,947	99,9	1,574	0,598
var. perc. sul mese prec. <sup>4)</sup>										
2000 apr.	-1,8	-2,0	-1,4	-	-1,4	-1,7	-1,8	-2,6	-1,9	-2,1
var. perc. sul mese prec. <sup>4)</sup>										
2000 apr.	-11,3	-10,7	-9,8	-	-9,3	-11,1	-11,5	-22,0	-1,7	-10,1

Fonte: BCE.

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

Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro <sup>2)</sup>									
Corona svedese	Corona danese	Dracma greca	Corona norvegese	Dollaro canadese	Dollaro australiano	Dollaro di Hong Kong <sup>3)</sup>	Won coreano <sup>3)</sup>	Dollaro di Singapore <sup>3)</sup>	
11	12	13	14	15	16	17	18	19	
8,51	7,36	305,5	8,20	1,731	1,623	9,68	1.007,9	1,765	1996
8,65	7,48	309,3	8,02	1,569	1,528	8,75	1.069,8	1,678	1997
8,92	7,50	330,7	8,47	1,665	1,787	8,69	1.568,9	1,876	1998
8,81	7,44	325,8	8,31	1,584	1,652	8,27	1.267,3	1,806	1999
8,98	7,44	322,7	8,60	1,696	1,770	8,69	1.342,6	1,911	1999 1° trim.
8,90	7,43	325,0	8,24	1,557	1,618	8,19	1.258,8	1,810	2° trim.
8,71	7,44	326,1	8,22	1,558	1,613	8,14	1.252,8	1,772	3° trim.
8,65	7,44	329,2	8,19	1,528	1,613	8,07	1.217,4	1,737	4° trim.
8,50	7,45	332,7	8,11	1,434	1,564	7,68	1.109,8	1,674	2000 1° trim.
9,08	7,44	323,6	8,65	1,765	1,839	8,99	1.362,4	1,950	1999 gen.
8,91	7,44	322,0	8,65	1,679	1,751	8,68	1.330,2	1,905	feb.
8,94	7,43	322,5	8,51	1,651	1,726	8,43	1.336,2	1,881	mar.
8,91	7,43	325,5	8,32	1,594	1,668	8,30	1.292,2	1,834	apr.
8,97	7,43	325,2	8,23	1,553	1,605	8,24	1.272,1	1,820	mag.
8,83	7,43	324,2	8,17	1,524	1,580	8,05	1.212,6	1,775	giu.
8,74	7,44	325,0	8,18	1,540	1,576	8,03	1.229,4	1,756	lug.
8,75	7,44	326,4	8,26	1,583	1,645	8,23	1.269,1	1,779	ago.
8,63	7,43	327,0	8,23	1,552	1,619	8,15	1.260,1	1,781	set.
8,73	7,43	329,2	8,29	1,581	1,641	8,32	1.289,9	1,793	ott.
8,63	7,44	328,7	8,19	1,516	1,618	8,04	1.215,9	1,727	nov.
8,59	7,44	329,7	8,10	1,491	1,580	7,86	1.149,6	1,694	dic.
8,60	7,44	331,1	8,12	1,469	1,542	7,89	1.145,9	1,697	2000 gen.
8,51	7,45	333,2	8,10	1,427	1,564	7,65	1.110,8	1,674	feb.
8,39	7,45	333,9	8,11	1,408	1,583	7,51	1.076,1	1,654	mar.
8,27	7,45	335,2	8,15	1,389	1,588	7,38	1.051,4	1,620	apr.
-1,4	0,0	0,4	0,5	-1,4	0,3	-1,7	-2,3		var. perc. sul mese prec. <sup>4)</sup>
									-2,1 2000 apr.
-7,3	0,2	3,0	-2,0	-12,9	-4,8	-11,1	-18,6		var. perc. sul mese prec. <sup>4)</sup>
									-11,7 2000 apr.

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

**Tavola 11**

## Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	IAPC	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amm.ni pubbliche, in perc. del PIL	Debito lordo delle Amm.ni pubbliche, in perc. del PIL	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine <sup>1)</sup> , in perc. 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 perc. 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 perc. della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario <sup>6)</sup>	Tasso di interesse a 3 mesi <sup>1)</sup> , in perc. su base annua
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Danimarca</b>												
1997	1,9	0,5	61,3	6,25	7,48	0,6	1,4	3,1	5,6	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	1,2	55,6	4,94	7,50	-1,1	2,6	2,5	2,2	5,2	4,6	4,27
1999	2,1	3,0	52,6	4,91	7,44	1,2	3,5	1,6	2,5	5,2	4,2	3,44
1999 1° trim.	1,4	-	-	4,22	7,44	1,7	6,2	0,6	-0,6	5,4	4,5	3,65
2° trim.	1,8	-	-	4,50	7,43	1,5	3,9	2,2	6,0	5,3	4,9	3,13
3° trim.	2,3	-	-	5,35	7,44	1,7	3,1	1,5	-0,3	5,1	3,4	3,19
4° trim.	2,8	-	-	5,57	7,44	0,1	0,9	2,0	5,2	4,9	4,1	3,78
2000 1° trim.	2,8	-	-	5,79	7,45	.	.	.	4,2	4,9	2,2	3,95
1999 ott.	2,6	-	-	5,76	7,43	-	-	-	1,8	4,9	2,0	3,69
nov.	2,7	-	-	5,45	7,44	-	-	-	5,4	4,8	6,3	3,85
dic.	3,1	-	-	5,50	7,44	-	-	-	8,4	4,9	4,1	3,80
2000 gen.	2,8	-	-	5,87	7,44	-	-	-	5,5	5,0	0,8	3,72
feb.	2,8	-	-	5,85	7,45	-	-	-	4,5	4,8	2,1	3,93
mar.	3,0	-	-	5,65	7,45	-	-	-	2,7	4,8	3,9	4,18
apr.	.	-	-	5,56	7,45	-	-	-	.	.	.	4,32
<b>Grecia</b>												
1997	5,4	-4,6	108,5	9,92	309,3	-4,1	8,4	3,4	1,0	7,9	11,8	12,48
1998	4,5	-3,1	105,4	8,48	330,7	-3,1	5,5	3,7	3,4	10,0	10,2	13,53
1999	2,1	-1,6	104,4	6,30	325,8	.	2,5	.	0,5	.	7,6	10,08
1999 1° trim.	3,1	-	-	6,08	322,7	-	-	-	-0,8	.	10,4	10,56
2° trim.	2,0	-	-	5,87	325,0	-	-	-	0,5	.	7,3	9,80
3° trim.	1,4	-	-	6,56	326,1	-	-	-	1,5	.	6,8	9,86
4° trim.	2,0	-	-	6,68	329,2	-	-	-	0,6	.	6,3	10,13
2000 1° trim.	2,6	-	-	6,44	332,7	-	-	-	.	.	3,2	8,71
1999 ott.	1,7	-	-	7,03	329,2	-	-	-	1,9	.	5,3	10,11
nov.	2,0	-	-	6,61	328,7	-	-	-	-1,8	.	8,0	10,71
dic.	2,3	-	-	6,39	329,7	-	-	-	1,6	.	5,6	9,57
2000 gen.	2,4	-	-	6,60	331,1	-	-	-	.	.	5,9	8,92
feb.	2,6	-	-	6,48	333,2	-	-	-	.	.	4,7	8,51
mar.	2,8	-	-	6,24	333,9	-	-	-	.	.	-1,0	8,69
apr.	.	-	-	6,09	335,2	-	-	-	.	.	.	8,48
<b>Svezia</b>												
1997	1,8	-2,0	75,0	6,62	8,65	-	0,4	2,0	7,2	9,9	4,2	4,43
1998	1,0	1,9	72,4	4,99	8,92	3,3	1,8	3,0	4,2	8,3	3,5	4,36
1999	0,6	1,9	65,5	4,98	8,81	1,6	.	3,8	1,1	7,2	6,8	3,32
1999 1° trim.	0,2	-	-	4,21	8,98	2,1	0,4	3,9	0,7	7,7	5,4	3,31
2° trim.	0,3	-	-	4,54	8,90	0,9	0,1	3,7	0,9	7,2	6,5	3,07
3° trim.	0,7	-	-	5,48	8,71	2,8	0,0	3,8	-0,7	7,1	6,1	3,22
4° trim.	1,0	-	-	5,69	8,65	0,9	.	3,8	3,1	6,8	9,1	3,69
2000 1° trim.	1,2	-	-	5,79	8,50	.	.	.	.	6,5	.	3,99
1999 ott.	1,0	-	-	5,92	8,73	-	-	-	4,2	6,7	10,0	3,74
nov.	0,8	-	-	5,56	8,63	-	-	-	4,1	6,8	7,4	3,72
dic.	1,2	-	-	5,59	8,59	-	-	-	1,1	6,8	9,9	3,63
2000 gen.	1,0	-	-	5,95	8,60	-	-	-	5,6	6,6	8,6	3,70
feb.	1,4	-	-	5,90	8,51	-	-	-	5,9	6,6	9,1	4,10
mar.	1,4	-	-	5,51	8,39	-	-	-	.	6,5	.	4,16
apr.	.	-	-	5,42	8,27	-	-	-	.	.	.	4,14
<b>Regno Unito</b>												
1997	1,8	-2,0	50,8	7,13	0,692	0,9	2,9	3,5	1,6	7,0	11,2	6,92
1998	1,6	0,3	48,4	5,60	0,676	0,0	3,8	2,2	0,3	6,3	9,7	7,42
1999	1,3	1,2	46,0	5,01	0,659	-1,3	.	2,1	0,1	6,1	5,2	5,54
1999 1° trim.	1,6	3,9	46,6	4,39	0,687	-2,0	4,3	1,5	-1,6	6,2	7,4	5,61
2° trim.	1,4	-2,4	46,7	4,82	0,658	-0,9	4,0	1,6	-1,8	6,1	6,7	5,30
3° trim.	1,2	1,5	45,8	5,39	0,655	-1,8	3,4	2,2	1,3	6,0	3,5	5,28
4° trim.	1,2	1,5	45,6	5,46	0,636	-0,7	.	3,0	2,4	5,9	3,4	5,98
2000 1° trim.	0,8	6,2	43,4	5,60	0,614	-	-	-	-	.	.	6,20
1999 ott.	1,2	9,6	44,6	5,78	0,646	-	-	-	1,2	6,0	3,1	6,02
nov.	1,3	-3,1	44,7	5,23	0,637	-	-	-	2,5	5,9	3,3	5,87
dic.	1,2	-2,0	45,6	5,36	0,627	-	-	-	3,8	6,0	3,9	6,06
2000 gen.	0,8	17,2	43,7	5,83	0,618	-	-	-	-1,7	5,9	2,9	6,14
feb.	1,0	0,9	43,2	5,63	0,615	-	-	-	-1,1	.	2,8	6,24
mar.	0,7	0,9	43,6	5,34	0,611	-	-	-	.	.	.	6,23
apr.	.	.	.	5,30	0,598	-	-	-	.	.	.	6,30

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

1) Valori medi nel periodo indicato.

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 la Grecia e il Regno Unito).

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

## Tavola 12.1

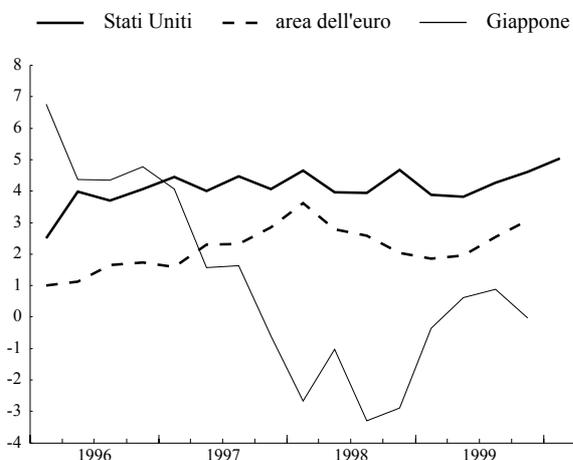
### Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale <sup>1)</sup>	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	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 <sup>5)</sup> (+) fiscale in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>6)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
1996	2,9	-2,3	3,6	4,7	5,4	4,8	5,51	6,54	1,270	-2,2	58,8
1997	2,3	0,0	4,2	7,0	4,9	4,9	5,76	6,45	1,134	-0,9	56,5
1998	1,6	0,7	4,3	4,9	4,5	7,4	5,57	5,33	1,121	0,4	53,5
1999	2,2	-1,7	4,2	4,2	4,2	7,5	5,42	5,64	1,066	1,0	50,5
1998 4° trim.	1,5	-0,8	4,7	3,7	4,4	8,5	5,27	4,72	1,177	0,7	53,5
1999 1° trim.	1,7	-1,6	3,9	3,5	4,3	8,5	5,00	4,98	1,122	0,8	53,1
2° trim.	2,1	-1,4	3,8	4,1	4,3	8,0	5,07	5,54	1,057	1,0	51,4
3° trim.	2,3	-0,8	4,3	4,4	4,2	7,5	5,44	5,88	1,049	1,2	50,6
4° trim.	2,6	-3,1	4,6	4,8	4,1	6,1	6,14	6,13	1,038	1,0	50,5
2000 1° trim.	3,2	-3,7	5,0	5,7	4,1	5,6	6,11	6,48	0,986	.	.
1999 nov.	2,6	-	-	4,8	4,1	5,9	6,10	6,03	1,034	-	-
dic.	2,7	-	-	5,2	4,1	5,8	6,13	6,26	1,011	-	-
2000 gen.	2,7	-	-	5,9	4,0	5,7	6,04	6,66	1,014	-	-
feb.	3,2	-	-	5,5	4,1	5,4	6,10	6,52	0,983	-	-
mar.	3,7	-	-	5,7	4,1	5,8	6,20	6,26	0,964	-	-
apr.	.	-	-	.	3,9	.	6,31	6,00	0,947	-	-
<b>Giappone</b>											
1996	0,1	-1,9	5,1	2,3	3,4	3,3	0,57	3,03	138,1	-2,9	-
1997	1,7	-2,2	1,6	3,6	3,4	3,1	0,62	2,15	137,1	-2,7	-
1998	0,6	6,3	-2,5	-7,1	4,1	4,4	0,66	1,30	146,4	-10,3	-
1999	-0,3	-2,1	0,3	0,4	4,7	3,7	0,22	1,75	121,3	-10,4	-
1998 4° trim.	0,5	5,1	-2,9	-6,8	4,4	4,5	0,43	1,03	140,6	-	-
1999 1° trim.	-0,1	3,5	-0,4	-4,2	4,6	4,0	0,36	1,97	130,7	-	-
2° trim.	-0,3	-1,2	0,6	-1,0	4,7	4,1	0,12	1,53	127,7	-	-
3° trim.	0,0	-4,6	0,9	2,6	4,7	3,6	0,10	1,78	118,7	-	-
4° trim.	-1,0	-5,7	0,0	4,4	4,6	3,0	0,29	1,77	108,4	-	-
2000 1° trim.	-0,7	.	.	6,5	4,8	2,2	0,14	1,79	105,5	-	-
1999 nov.	-1,2	-7,4	-	6,7	4,6	2,9	0,30	1,81	108,2	-	-
dic.	-1,1	-6,4	-	5,3	4,7	2,6	0,33	1,73	103,7	-	-
2000 gen.	-0,9	-6,9	-	6,4	4,7	2,6	0,15	1,71	106,5	-	-
feb.	-0,6	.	-	8,7	4,9	2,1	0,13	1,83	107,6	-	-
mar.	-0,5	.	-	4,8	4,9	1,9	0,14	1,81	102,6	-	-
apr.	.	.	-	.	4,9	.	0,12	1,75	99,9	-	-

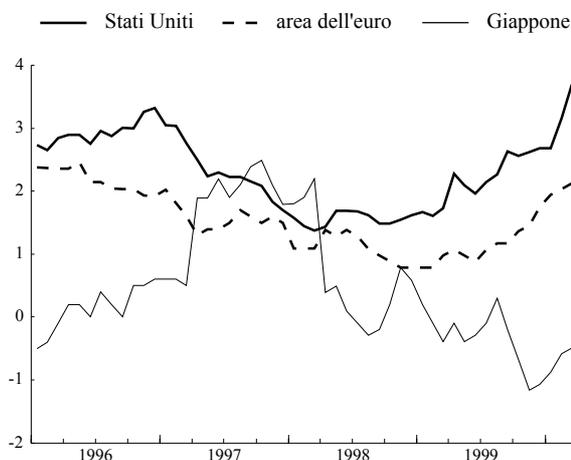
### PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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

1) Industria manifatturiera.

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

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

4) Per ulteriori informazioni, cfr. tavola 10.

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

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

## Tavola 12.2

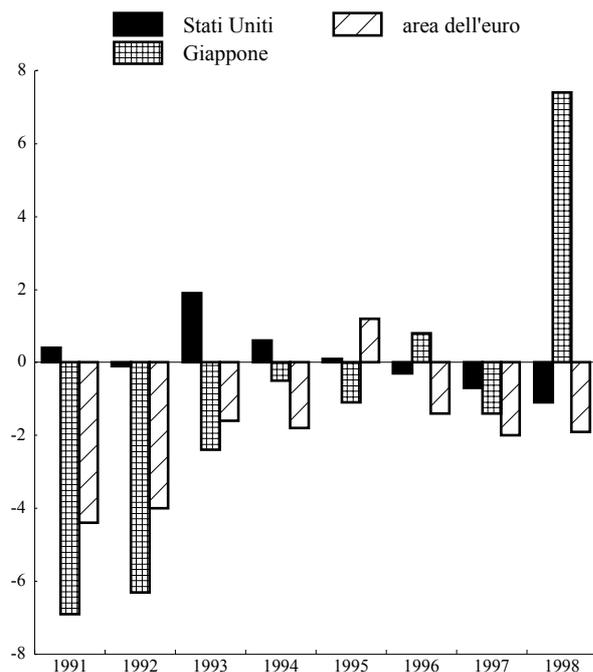
### Risparmio, investimenti e saldi finanziari

(in percentuale del PIL)

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie						Risparmio e investimenti delle famiglie <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
Stati Uniti													
1996	17,3	19,1	-1,4	8,7	8,3	4,8	8,7	5,1	1,1	11,8	5,2	12,9	4,9
1997	18,3	19,8	-1,5	9,1	8,3	3,5	8,8	4,2	2,1	11,6	3,9	12,5	4,5
1998	18,8	20,5	-2,3	9,5	8,7	3,0	8,7	4,0	1,6	12,1	5,2	12,1	5,7
1999	18,7	20,8	-3,4	9,6	9,1	6,6	8,7	7,6	3,3	12,6	5,5	11,4	7,0
1998 1° trim.	18,9	20,6	-1,8	9,8	8,6	4,1	8,8	5,8	3,2	11,9	3,7	12,3	5,8
2° trim.	18,6	20,3	-2,2	9,3	8,7	3,3	8,7	4,0	3,8	12,1	8,0	12,1	5,6
3° trim.	18,9	20,6	-2,6	9,4	8,5	3,8	8,7	4,0	0,5	12,0	4,3	12,0	5,3
4° trim.	18,8	20,7	-2,6	9,5	8,9	0,8	8,6	2,4	-1,1	12,3	4,6	12,2	6,0
1999 1° trim.	19,0	20,8	-2,8	9,4	8,9	7,4	8,7	8,1	6,0	12,5	3,4	11,8	6,6
2° trim.	18,7	20,5	-3,3	9,6	9,4	6,1	8,7	7,1	-0,3	12,8	6,6	11,6	6,8
3° trim.	18,7	20,8	-3,6	9,6	9,2	6,6	8,6	7,6	3,3	12,6	4,6	11,1	6,7
4° trim.	18,5	20,9	-3,8	9,8	9,1	6,4	8,8	7,6	3,9	12,6	7,1	10,9	7,3
Giappone													
1996	31,3	29,8	1,4	16,1	15,6	1,7	15,1	0,3	1,0	6,7	6,4	13,3	1,1
1997	31,2	28,7	2,6	16,6	16,1	3,3	13,7	1,2	0,1	5,4	7,1	13,4	0,7
1998	29,3	26,4	3,1	14,5	14,6	-7,2	15,1	-8,8	-1,3	5,0	5,9	13,7	-0,2
1999	.	28,1	.	.	.	3,5	.	-4,3	1,6	.	5,4	.	1,9
1998 1° trim.	33,2	28,4	2,4	.	.	-7,1	.	-14,0	0,0	.	-4,5	.	4,6
2° trim.	.	24,8	.	.	.	-33,5	.	-13,8	0,4	.	11,7	.	-7,0
3° trim.	.	26,9	.	.	.	2,6	.	-1,9	1,5	.	3,9	.	1,6
4° trim.	.	26,9	.	.	.	7,3	.	-5,8	-6,5	.	12,0	.	-0,2
1999 1° trim.	.	26,9	.	.	.	4,4	.	-19,6	-4,8	.	-3,6	.	16,0
2° trim.	.	24,2	.	.	.	-18,7	.	-14,5	2,0	.	9,2	.	-7,9
3° trim.	.	26,4	.	.	.	8,5	.	-2,6	1,4	.	5,1	.	3,4
4° trim.	.	27,0	.	.	.	18,2	.	17,6	7,3	.	10,4	.	-3,7

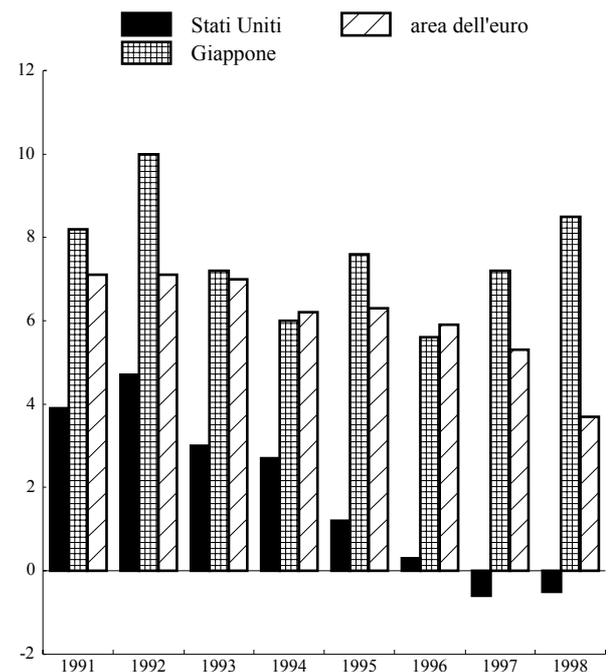
### Saldo finanziario delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)



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

(in percentuale del PIL)



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

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

# Note tecniche

## Relative alla tavola 2.4

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

I dati destagionalizzati sono ottenuti utilizzando versioni moltiplicative di X-12-ARIMA (versione 0.2.2 <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 (tavola 2.4.1). Esse vengono quindi applicate ai livelli espressi in miliardi di euro e alle correzioni effettuate per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni ecc., consentendo di ottenere i valori destagionalizzati delle consistenze, delle correzioni e, quindi, dei flussi.

### Calcolo dei tassi di crescita

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

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

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

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

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

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

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



## Note generali

Il quadro di riferimento per le statistiche compilate e pubblicate dalla Banca centrale europea (BCE) era stato stabilito nel documento intitolato *Requisiti statistici per la terza fase dell'Unione monetaria (Pacchetto di attuazione)*, reso disponibile nel luglio 1996 dall'Istituto monetario europeo (IME) e dalle banche centrali nazionali (BCN) alle associazioni bancarie e ad altre istituzioni coinvolte nei preparativi per la Terza fase nel campo delle statistiche. Il "Pacchetto di attuazione" interessa le statistiche monetarie e bancarie, quelle relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione netta sull'estero, quelle sui conti finanziari, gli indicatori dei prezzi e dei costi, nonché altre statistiche economiche.<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>) in un formato scaricabile (file CSV). Dati più aggiornati o più ampi, a mano a mano che saranno disponibili, verranno pubblicati nel Bollettino mensile della BCE.

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

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 al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 10 maggio 2000.

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

### Statistiche sulla politica monetaria e statistiche finanziarie

Le tavole dalla 1.1 alla 1.5 riportano la situazione finanziaria consolidata dell'Eurosistema, i dati sulle operazioni dell'Eurosistema, le statistiche relative alla riserva obbligatoria e la posizione di liquidità del sistema bancario. Le statistiche monetarie riferite alle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), compreso l'Eurosistema, sono contenute nelle tavole da 2.1 a 2.3. La tavola 2.3 riporta dati consolidati; le posizioni interbancarie entro l'area dell'euro non sono riportate, ma eventuali discrepanze tra il totale delle attività e passività di questo tipo segnalate dalle banche sono indicate nella colonna 13. La tavola 2.4 riporta gli aggregati monetari derivanti dal bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); questi ultimi includono anche alcune passività (monetarie) dell'Amministrazione centrale. La tavola 2.5 riporta una scomposizione per settore e per scadenza, su base trimestrale, dei prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro. La tavola 2.6 riporta un'analisi trimestrale dei depositi di residenti nell'area dell'euro presso le IFM. La tavola 2.7 fornisce un'analisi trimestrale delle attività e passività delle IFM nei confronti di non residenti nell'area dell'euro. La tavola 2.8 contiene una scomposizione per valuta, su base trimestrale, di alcune voci di bilancio delle IFM. Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE. I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual: Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Money and Banking Statistics Compilation Guide* (IME, aprile 1998) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche

vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle Istituzioni finanziarie monetarie (BCE/1998/16).

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

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

### **Prezzi e indicatori congiunturali**

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

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

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

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

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

I dati sull'occupazione (cfr. tavola 5.4) sono basati su SEC 95. Poiché informazioni complete per l'area dell'euro non erano disponibili in tempo per questo numero del Bollettino mensile, alcuni dati sono stime effettuate dalla BCE sulla base delle informazioni disponibili. I tassi di disoccupazione sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO).

## Conti finanziari

Il "Pacchetto di attuazione" prevedeva la necessità di rendere disponibili informazioni dettagliate sulle transazioni finanziarie e sui bilanci per l'area dell'euro come supporto per l'analisi monetaria e per la ricerca finalizzata alla politica economica. L'intento era quello di fornire un insieme abbastanza esauriente, anche se non completo, di conti finanziari per l'area dell'euro sulla base di statistiche monetarie e bancarie, sulla bilancia dei pagamenti, sul mercato dei capitali, sulle imprese finanziarie diverse dalle IFM e sulla finanza pubblica, facendo uso anche dei dati di contabilità nazionale SEC 95. Nella tavola 6 sono riportati gli aggregati relativi all'area dell'euro basati sui conti della formazione del capitale e sui conti finanziari nazionali.

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

## La posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

La posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro viene presentata nella tavola 7 con riferimento a entrate, spese, risparmio, disavanzo e debito delle Amministrazioni pubbliche, espressi in percentuale del PIL. Queste statistiche sono ottenute mediante l'aggregazione, effettuata a cura della BCE, di dati nazionali armonizzati forniti dalle BCN.

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

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

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (cfr. tavole da 8.1 a 8.5)

e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni conformi con la 5<sup>a</sup> edizione del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (ottobre 1993) e con l'Indirizzo della BCE del 1° dicembre 1998 sugli obblighi di informazione statistica della Banca centrale europea (BCE/1998/17).

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

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

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

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 8.6.2. I corrispondenti dati relativi alle riserve ufficiali e le attività connesse della BCE sono riportati separatamente nella tavola 8.6.3. I dati contenuti nelle tavole 8.6.2 ed 8.6.3 sono conformi agli standard FMI/BR1 sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. I dati sulle riserve ufficiali relativi a periodi anteriori a fine 1999 non sono del

tutto confrontabili con quelli relativi ai periodi successivi.

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

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

rispettivamente, con i prezzi alla produzione e con i costi unitari del lavoro nell'industria manifatturiera) nei confronti dello stesso gruppo di 13 valute, e indici del tasso effettivo nominale e di quello reale (deflazionato con i prezzi al consumo) rispetto a un gruppo più ampio di 39 valute.

### **Altre statistiche**

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

---

### **Segni convenzionali nelle tavole**

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

# Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema <sup>1)</sup>

## 4 gennaio 2000

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

## 5 gennaio 2000

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso le banche centrali rimarranno invariati al 3,0, 4,0 e 2,0 per cento rispettivamente.

## 15 gennaio 2000

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

## 20 gennaio 2000

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

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

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

## 3 febbraio 2000

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

## 17 febbraio e 2 marzo 2000

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

## 16 marzo 2000

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

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

### **30 marzo e 13 aprile 2000**

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

### **27 aprile 2000**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 0,25 punti percentuali, al 3,75 per cento, con effetto dal-

l'operazione con regolamento il 4 maggio 2000. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso le banche centrali di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, entrambi a decorrere dal 28 aprile 2000.

### **11 maggio 2000**

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

# Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)

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

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

## Rapporto annuale

*Rapporto annuale 1998, aprile 1999.*

*Rapporto annuale 1999, aprile 2000.*

## Rapporto sulla convergenza

*Rapporto sulla convergenza 2000, maggio 2000.*

---

## Bollettino mensile

Articoli pubblicati dal gennaio 1999:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*Il ruolo internazionale dell'euro, agosto 1999.*

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

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

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

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

*TARGET e i pagamenti in euro, novembre 1999.*

*Gli strumenti giuridici della Banca centrale europea, novembre 1999.*

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

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

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

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

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

*L'UEM e la vigilanza bancaria*, aprile 2000.

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

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

---

### **Working Papers**

- 1 *A global hazard index for the world foreign exchange markets*, di V. Brousseau e F. Scacciavillani, maggio 1999.
- 2 *What does the single monetary policy do? A SVAR benchmark for the European Central Bank*, di C. Monticelli e O. Tristani, maggio 1999.
- 3 *Fiscal policy effectiveness and neutrality results in a non-Ricardian world*, di C. Dekten, maggio 1999.
- 4 *From the ERM to the euro: new evidence on economic and policy convergence among EU countries*, di I. Angeloni e L. Dedola, maggio 1999.
- 5 *Core inflation: a review of some conceptual issues*, di M. Wynne, maggio 1999.
- 6 *The demand for M3 in the euro area*, di G. Coenen e J.-L. Vega, settembre 1999.
- 7 *A cross-country comparison of market structures in European banking*, di O. de Bandt e E. P. Davis, settembre 1999.
- 8 *Inflation zone targeting*, di A. Orphanides e V. Wieland, ottobre 1999.
- 9 *Asymptotic confidence bands for the estimated autocovariance and autocorrelation functions of vector autoregressive models*, di G. Coenen, gennaio 2000.
- 10 *On the effectiveness of sterilised foreign exchange intervention*, di R. Fatum, febbraio 2000.
- 11 *Is the yield curve a useful information variable for the Eurosystem?*, di J. M. Berk e P. van Bergeijk, febbraio 2000.
- 12 *Indicator variables for optimal policy*, di L. E. O. Svensson e M. Woodford, febbraio 2000.
- 13 *Monetary policy with uncertain parameters*, di U. Söderström, febbraio 2000.
- 14 *Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty*, di G. D. Rudebusch, febbraio 2000.
- 15 *The quest for prosperity without inflation*, di A. Orphanides, marzo 2000.
- 16 *Estimating the implied distribution of the future short-term interest rate using the Longstaff-Schwartz model*, di P. Hördahl, marzo 2000.

- 17 *Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment*, di S. Fabiani e R. Mestre, marzo 2000.
  - 18 *House prices and the macroeconomy in Europe: results from a structural VAR analysis*, di M. Iacoviello, aprile 2000.
  - 19 *The euro and international capital markets*, di C. Detken e P. Hartmann, aprile 2000.
  - 20 *Convergence of fiscal policies in the euro area*, di O. De Bandt e F. P. Mongelli, maggio 2000.
- 

### **Altre pubblicazioni**

*The Target service level*, luglio 1998.

*Report on electronic money*, agosto 1998.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*Correspondent central banking model (CCBM)*, novembre 1999.

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

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

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

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

*Interlinking: Data dictionary, Version 2.02*, marzo 2000.

*Asset prices and banking stability*, aprile 2000.

*EU banks' income structure*, aprile 2000.

---

### **Opuscoli informativi**

*TARGET*, luglio 1998.

*Le banconote e le monete in euro*, luglio 1999.

*TARGET: Facts, figures, future*, settembre 1999.