



BANCA CENTRALE EUROPEA

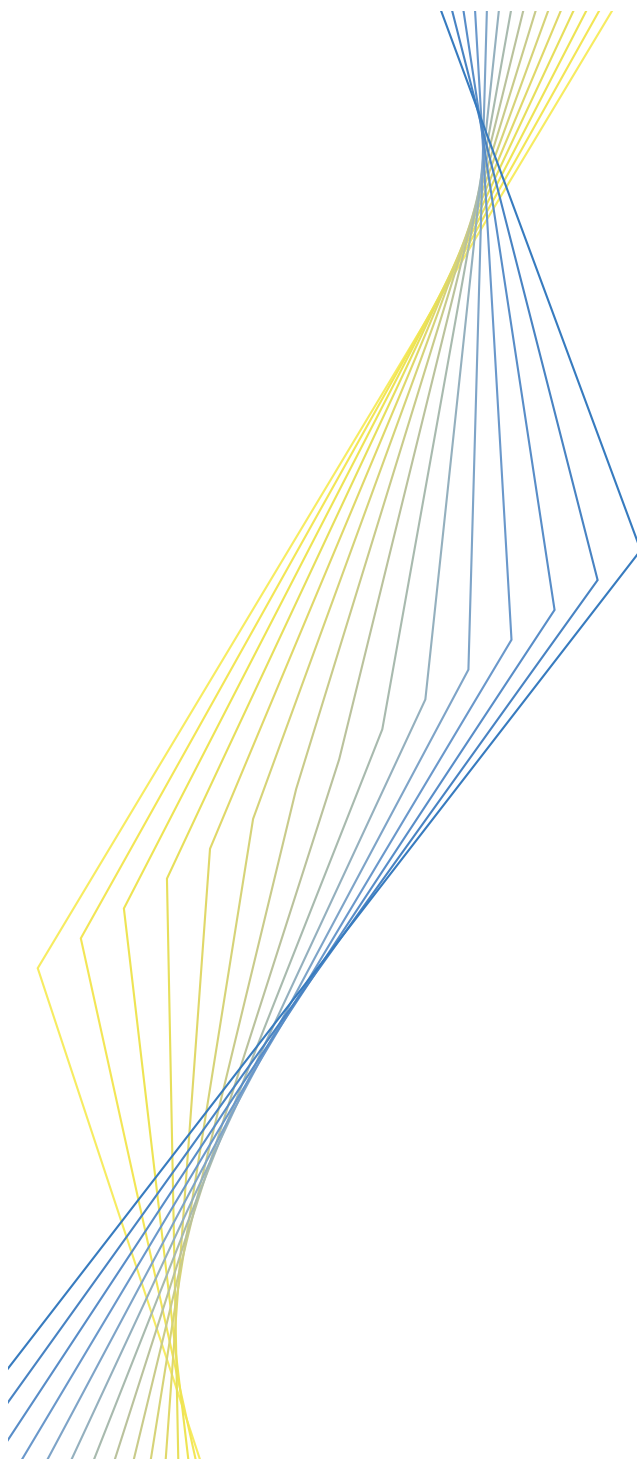
ECB EZB EKT BCE EKP

**BOLLETTINO  
MENSILE**

Aprile 1999



**BANCA CENTRALE EUROPEA**



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

Aprile 1999

© **Banca Centrale Europea, 1999**

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

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

*Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.*

*Tutti i diritti riservati.*

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

*Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate all'8 aprile 1999.*

ISSN 1561-0136

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

# Indice

Editoriale	5
Evoluzione economica nell'area dell'euro	9
Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro	29
L'attività bancaria nell'area dell'euro: caratteristiche strutturali e tendenze	43
Statistiche dell'area dell'euro	1*
Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	39*
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)	41*

## Siglarlo

### Paesi

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

### Altre

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
ESA 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
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 (4 <sup>a</sup> edizione)
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5 <sup>a</sup> edizione)
p.c.t.	operazioni pronti contro termine
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SITC rev. 3	Standard International Trade Classification (3 <sup>a</sup> 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.

In un contesto di deboli pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro, nella riunione dell'8 aprile 1999 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ridurre i tassi d'interesse sui suoi strumenti di politica monetaria. Esso ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento il 14 aprile 1999, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte sotto forma di aste ad un tasso fisso del 2,5 per cento. Il tasso del 3 per cento, applicato a tutte le operazioni regolate dagli inizi dell'anno, è stato pertanto ridotto di 50 punti base. Inoltre, con effetto dal 9 aprile 1999, il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è stato portato dal 4,5 al 3,5 per cento e quello sui depositi overnight presso la banca centrale è stato ridotto dal 2,0 all'1,5 per cento. Tali decisioni sono il risultato di un'accurata analisi degli ultimi andamenti monetari, finanziari ed economici nel quadro della strategia di politica monetaria dell'Euro-sistema. Tale strategia è incentrata sull'obiettivo primario della stabilità dei prezzi (definito in termini quantitativi come un incremento dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo - IAPC - inferiore al 2 per cento) ed è basata su due pilastri: il ruolo di primo piano assegnato alla moneta e una valutazione di ampio respiro delle prospettive future per la stabilità dei prezzi. Come si vedrà più avanti, il Consiglio direttivo ritiene che nel medio termine gli incrementi dello IAPC rimarranno con un margine di sicurezza al di sotto del 2 per cento, anche dopo il taglio dei tassi d'interesse.

Per quanto concerne il primo pilastro della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, la crescita degli aggregati monetari non dovrebbe essere considerata, nell'attuale congiuntura, come un segno di imminenti pressioni inflazionistiche. La media mobile a tre mesi della crescita sui dodici mesi di M3, per il periodo dicembre 1998 - febbraio 1999, è stata pari al 5,1 per cento. Si tratta di un livello ancora vicino al valore di riferimento del 4½ per cento stabilito per la crescita di M3 e potrebbe riflettere fattori specifici connessi all'avvio della Terza fase. L'accelerazione registrata nello scorso gennaio dai dati mensili sugli aggregati monetari è stata parzialmente riassorbita in febbraio. Il tasso di crescita sui

dodici mesi di M3 è infatti sceso al 5,2 per cento in febbraio, dal 5,6 per cento di gennaio. Ciò è in gran parte riconducibile a una moderazione del sostenuto ritmo di incremento dei depositi in conto corrente. Inoltre, vi è stato un modesto rallentamento dell'espansione del credito al settore privato.

Per quanto attiene al secondo pilastro, iniziando l'analisi dagli indicatori finanziari, sia i mercati obbligazionari sia quelli valutari hanno recentemente subito l'influsso di fattori globali. Dopo essersi leggermente innalzati in febbraio, analogamente ai tassi obbligazionari statunitensi, nel mese di marzo i rendimenti sui titoli di Stato nell'area dell'euro sono rimasti fondamentalmente invariati. Nelle ultime settimane, inoltre, il dollaro USA si è ulteriormente rafforzato rispetto all'euro.

Tali sviluppi riflettono, in certa misura, il fatto che di recente alcuni elementi del contesto esterno sembrano essere lievemente migliorati, mentre i dati relativi all'attività economica dell'area dell'euro evidenziano un andamento meno favorevole. I principali segnali positivi dal lato esterno riguardano il perdurare di un forte ritmo di crescita dell'economia statunitense, la graduale ripresa osservata in alcuni paesi asiatici e una certa stabilizzazione in America latina. Per contro, non sono ancora emerse chiare indicazioni di una inversione di tendenza in Giappone.

I dati recenti sull'attività economica nell'area dell'euro hanno confermato un indebolimento verso la fine dello scorso anno, in particolare nel settore manifatturiero, dove il clima fiducia si è ulteriormente deteriorato. Anche le informazioni parziali per i primi mesi del 1999, relative a una parte considerevole dell'area dell'euro, indicano che il periodo necessario per una inversione del rallentamento iniziato sul finire del 1998 potrebbe risultare più lungo del previsto. Tale quadro trova un ulteriore riscontro nelle recenti revisioni al ribasso delle stime di crescita del PIL reale nell'area dell'euro per il biennio 1999-2000, prodotte dalle maggiori organizzazioni internazionali. Queste ultime ora si attendono un incremento di appena il 2 per cento circa nel

1999 e del 2,5 per cento nel 2000. Sebbene tali valori siano ancora sostanzialmente in linea con la tendenza del recente passato, le revisioni al ribasso delle stime e l'incertezza ad esse connessa hanno rafforzato per l'anno in corso le aspettative di una certa riduzione delle pressioni inflazionistiche generate dall'attività economica.

Indicazioni di un rallentamento dell'attività economica sono inoltre emerse negli ultimi mesi nel mercato del lavoro. I dati più recenti evidenziano una decelerazione nella creazione netta di posti di lavoro durante il quarto trimestre del 1998, mentre i progressi compiuti sul fronte della disoccupazione hanno continuato a essere molto lenti. In tale contesto, i recenti accordi salariali, che rispecchiano rivendicazioni superiori alla crescita della produttività in alcuni comparti industriali, non sembrano essere favorevoli alla creazione di nuovi posti di lavoro; se tale tendenza dovesse proseguire in futuro, condurrebbe a nuove spinte inflazionistiche.

Gli ultimi dati disponibili sullo IAPC mostrano che fra novembre 1998 e febbraio 1999 il tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi al consumo è rimasto invariato allo 0,8 per cento. Alla base di tale stabilità vi sono andamenti di segno opposto dei prezzi dei beni e di quelli dei servizi. In febbraio il ritmo di crescita dei prezzi dei servizi è ulteriormente rallentato, principalmente a causa di una flessione nel settore delle telecomunicazioni. Nel contempo, il tasso di incremento dei prezzi dei beni è aumentato, sotto l'influsso della recente dinamica dei prezzi dei beni alimentari non trasformati e dei prodotti energetici.

Come sottolineato in precedenti occasioni, gli attuali bassi tassi d'inflazione sono, in certa misura, il riflesso di un consistente calo dei prezzi dei prodotti energetici nel corso del 1998. I prezzi dei beni potrebbero subire qualche pressione al rialzo nel breve termine, dovuta a un'inversione di tendenza nel settore dell'energia in seguito al recente annuncio, da parte di molti paesi petroliferi, dell'intenzione di ridurre la produzione. Ciò nonostante, come illustrato anche nell'articolo *Il ruolo de-*

*gli indicatori economici di breve periodo nell'analisi degli andamenti dei prezzi nell'area dell'euro* nel presente Bollettino, l'impatto delle variazioni dei prezzi dei prodotti energetici, così come dei beni alimentari non trasformati, sul ritmo di crescita dello IAPC potrebbe essere di natura puramente transitoria. Effetti più persistenti sui prezzi al consumo sono di norma generati da mutamenti nella situazione economica generale. Di fatto, rispecchiando tali mutamenti, molte previsioni dei tassi d'inflazione per l'area dell'euro sono state recentemente riviste al ribasso.

In sintesi, tenendo in debita considerazione tutti gli indicatori rilevanti e assumendo una prospettiva di medio periodo orientata al futuro, il Consiglio direttivo ha ritenuto che fosse appropriato dare una risoluta risposta di politica monetaria volta a preservare prospettive favorevoli per la stabilità dei prezzi. Una delle principali considerazioni alla base di tale decisione è che in questo momento l'espansione degli aggregati monetari non può essere considerata una minaccia per la stabilità dei prezzi. Nel contempo, dall'attuale situazione economica scaturiscono pressioni al ribasso sull'inflazione. A giudizio del Consiglio direttivo, anche dopo la riduzione dei tassi d'interesse non vi è al momento alcun rischio che gli incrementi dello IAPC possano superare in modo durevole il 2 per cento, e pertanto non essere più in linea con la definizione quantitativa di stabilità dei prezzi adottata dall'Eurosistema.

La decisione del Consiglio direttivo va vista nel contesto della strategia di politica monetaria, orientata alla stabilità. Perseguendo tale strategia, la politica monetaria dell'Eurosistema concorre alla creazione di condizioni economiche essenziali per sfruttare il considerevole potenziale di crescita dell'area dell'euro. Inoltre, nell'attuale congiuntura tale significativa riduzione dei tassi d'interesse dovrebbe in parte attenuare l'incertezza sui futuri andamenti economici, fornendo un positivo contributo per ristabilire la fiducia degli operatori economici. È bene ricordare che prima della decisione adottata dal Consiglio direttivo l'8 aprile 1999 i tassi d'interesse, sia a breve sia a lungo termine, avevano già raggiunto livelli molto bassi.

Nella situazione attuale, la principale sfida per l'area dell'euro rimane la risoluzione dei problemi strutturali, che rappresentano la causa primaria degli alti livelli di disoccupazione. Le prospettive di lungo termine per la crescita produttiva possono migliorare solo se i responsabili degli altri settori della politica economica adotteranno misure più incisive tese ad accrescere la flessibilità dei mercati dei beni e di quello del lavoro nell'area dell'euro attraverso riforme strutturali. È altresì importante che gli squilibri e i problemi strutturali nel campo delle politiche di bilancio siano ora affrontati con maggiore risolutezza al fine di migliorare le

prospettive di crescita dell'area dell'euro nel lungo periodo.

\* \* \*

In aggiunta all'articolo menzionato in precedenza, che esamina alcuni aspetti del secondo pilastro della strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, questa edizione del Bollettino mensile contiene un articolo intitolato *L'attività bancaria nell'area dell'euro: caratteristiche strutturali e tendenze*. L'Eurosistema ha un chiaro interesse a seguire attentamente l'evoluzione del settore bancario nell'area dell'euro, in ragione dei propri compiti nel campo della politica monetaria e della stabilità finanziaria.





# Evoluzione economica nell'area dell'euro

## 1. Gli andamenti monetari e finanziari

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

In seguito alle decisioni assunte nel corso della riunione tenuta l'8 aprile 1999, il Consiglio direttivo della BCE ha ritenuto opportuno ridurre i tassi di interesse sugli strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema. Ha, pertanto, abbassato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di mezzo punto percentuale, al 2,5 per cento, a decorrere dall'operazione in regolamento il 14 aprile. Inoltre, con decorrenza 9 aprile scorso, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale è stato portato al 3,5 per cento, con una riduzione di un punto percentuale, mentre quello sulle operazioni di deposito presso la banca centrale è sceso di 50 punti base, attestandosi sull'1,5 per cento (cfr. fig. 1). Le considerazioni alla base di tali decisioni sono illustrate in maggior dettaglio nell'Editoriale di questo Bollettino. Le pagine che seguono offrono una discussione approfondita dei dati monetari e finanziari e degli altri aggregati economici disponibili l'8 aprile scorso, data in cui si è riunito il Consiglio direttivo e a cui si

riferisce l'ultimo aggiornamento di tutti i dati presentati in questo Bollettino.

### In febbraio la crescita monetaria ha rallentato il suo corso

Nel febbraio 1999 il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è sceso al 5,2 per cento, dal 5,6 per cento registrato il mese precedente. Tuttavia, essendo la crescita monetaria di febbraio superiore a quella registrata alla fine dello scorso anno, la media mobile trimestrale dei tassi di crescita annuali di M3 – relativa al periodo dicembre 1998/febbraio 1999 – è comunque aumentata di 0,2 punti percentuali, raggiungendo il 5,1 per cento. Questo dato, che va confrontato con il valore di riferimento del 4½ per cento fissato dal Consiglio direttivo per la crescita di M3, può in parte riflettere il contesto specifico associato alla transizione verso la Terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM).

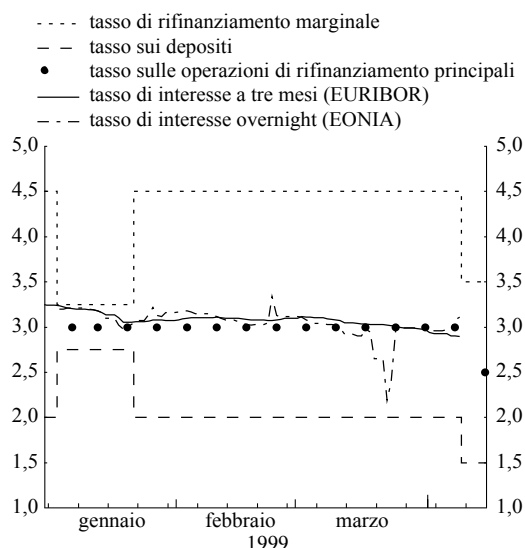
Il contenuto rallentamento di M3 in febbraio è per lo più dovuto a una decelerazione dei depositi in conto corrente, che rappresentano circa un terzo dello stock totale di M3. Anche altre forme di depositi incluse in M3 hanno mostrato una leggera flessione nella crescita. Tuttavia, il rallentamento di M3 è stato attenuato dal fatto che la variazione percentuale sui dodici mesi degli strumenti negoziabili, in particolare dei titoli del mercato monetario e delle quote dei fondi d'investimento monetario, ha registrato un notevole incremento in febbraio, ritornando su valori positivi.

Nel mese di febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi in conto corrente è stato pari al 15,1 per cento, in flessione rispetto al 17,6 per cento del mese precedente. Sempre a febbraio, il circolante si è ridotto dello 0,4 per cento rispetto allo stesso mese dello scorso anno (a fronte di un aumento dell'1,0 per cento fatto registrare a gennaio). Tali andamenti stanno a indicare che, rispetto a gennaio, i residenti nell'area dell'euro hanno espresso una minore preferenza per attività molto liquide. Ciò è presumibilmente dovuto, tra l'altro, al superamento del clima di

**Figura 1**

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

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



Fonte: BCE.

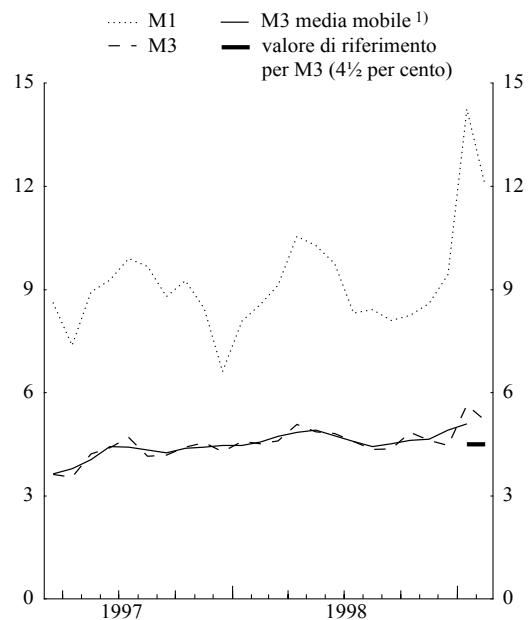
incertezza che prevaleva tra gli investitori all'inizio della Terza fase dell'UEM, ma anche alla minore influenza esercitata da alcuni fattori tecnici (in parte legati all'adeguamento ai nuovi sistemi di pagamento e di rilevazione statistica dell'area dell'euro). Di conseguenza, la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1, che include il circolante e i depositi in conto corrente, è scesa in febbraio al 12,0 per cento, dal 14,3 per cento di gennaio, correggendo in parte la forte accelerazione registrata in quel mese (cfr. fig. 2); è rimasta tuttavia su valori eccezionalmente elevati, rispecchiando così gli effetti sia della convergenza verso bassi livelli di tassi di interesse nominali nel corso del 1998 sia della transizione verso una situazione di stabilità dei prezzi.

È diminuito anche il tasso di crescita sui dodici mesi degli altri depositi inclusi in M3, passando dal 2,1 per cento di gennaio all'1,5 di febbraio. Tale risultato è da attribuire a un'ulteriore, più marcata contrazione dei depositi con durata originaria fino a due anni (dal -2,8 per cento di gennaio al -4,1 per cento di febbraio) e alla stabilità (su un valore del 5,8 per cento) del tasso di crescita dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. Di conseguenza, l'aggregato monetario intermedio M2 è cresciuto più lentamente, facendo registrare un tasso di incremento sui dodici mesi del 6,0 per cento, rispetto al 7,3 di gennaio.

In febbraio gli strumenti negoziabili a breve termine inclusi in M3 hanno segnato una ripresa rispetto ai mesi precedenti. Tale ripresa è interamente dovuta all'espansione particolarmente sostenuta dei titoli del mercato monetario e delle quote dei fondi d'investimento monetario, il cui tasso d'incremento sui dodici mesi è passato dal 7,5 per cento registrato nel gennaio scorso al 13,2 per cento. I pronti contro termine e le obbligazioni con scadenza inferiore ai due anni hanno invece proseguito la loro flessione.

Data l'importanza che gli andamenti monetari rivestono ai fini di una valutazione delle prospettive di stabilità dei prezzi, è di cruciale importanza effettuare una misurazione accurata sia della crescita monetaria sia delle sue compo-

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



Fonte: BCE.

1) Media mobile centrata di tre mesi.

nenti e contropartite nel bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Per questo motivo, le variazioni mensili e annuali delle attività e delle passività dovrebbero essere basate su statistiche di flusso che colgano gli effetti delle transazioni finanziarie delle IFM. È importante utilizzare specifiche statistiche di flusso dal momento che la variazione delle consistenze può anche riflettere fattori di distorsione quali le riclassificazioni, le rivalutazioni e altre variazioni che non scaturiscono da operazioni finanziarie. Per ottenere valori corretti della crescita monetaria sulla base di statistiche di flusso, l'Eurosistema ha rettificato le variazioni della moneta e delle attività e passività delle IFM per tenere conto dei fattori menzionati. Questa procedura e i principi che l'hanno ispirata sono illustrati in maggior dettaglio nel riquadro I.

### Moderata flessione anche nella crescita del credito

Nel corso del mese di febbraio, il credito totale concesso dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro (compreso il settore pubblico) è cresciuto a un tasso annuo del 7,4 per cento. L'espansione di tale aggregato, che comprende i prestiti e i

## Riquadro I

### L'uso delle statistiche di flusso nell'analisi dei dati monetari

In generale, le statistiche di flusso sono intese a misurare le operazioni economiche effettuate da un settore istituzionale in un certo arco temporale. Nel caso delle statistiche monetarie, i dati di flusso esprimono le variazioni degli aggregati determinate da acquisizioni di attività finanziarie o dalla accensione di passività finanziarie da parte delle IFM. I flussi sono calcolati rettificando la differenza tra le consistenze di fine mese per tenere conto di fattori "non legati alle transazioni"; essi sono riassumibili nei due punti seguenti:

1) *Riclassificazioni e altri fattori statistici*: comprendono l'impatto prodotto sulle attività e passività delle IFM da variazioni nella popolazione dichiarante, ristrutturazioni aziendali, riclassificazioni dell'attivo e del passivo e rettifiche di errori di segnalazione. Le istituzioni che entrano o escono dalla popolazione dichiarante, così come le ristrutturazioni aziendali, incidono sulla confrontabilità delle consistenze di fine mese. Le riclassificazioni di attività e passività e la rettifica degli errori di segnalazione possono generare discontinuità nelle serie.

2) *Riprese di valore e svalutazioni/passaggi a perdita*: le variazioni di valore delle attività e passività delle IFM possono anche scaturire dagli andamenti del tasso di cambio, dei prezzi di mercato dei titoli e da passaggi a perdita o svalutazioni dei prestiti. Nel primo caso, poiché le consistenze sono espresse in euro, una variazione del tasso di cambio dell'euro inciderà sul valore delle attività o passività denominate in valuta estera. Analogamente, una variazione del valore di mercato dei titoli detenuti o emessi dalle IFM ha un effetto sugli ammontari riportati, che si aggiunge a quello delle transazioni effettivamente condotte in tali titoli. Infine, i passaggi a perdita e le svalutazioni dei crediti incidono sul valore segnalato dei prestiti in essere, ma non sono connessi a una variazione della quantità di finanziamenti erogati dalle IFM a favore dell'economia.

Le statistiche di flusso vengono pubblicate regolarmente nell'ambito delle tavole 2.3 e 2.4, nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile. Le tavole mostrano l'ammontare dei flussi mensili; per gli aggregati monetari, vengono riportate per ciascun mese le variazioni percentuali annue, calcolate rapportando la somma dei flussi mensili relativi al mese in corso e agli 11 mesi precedenti alle consistenze di fine mese registrate dodici mesi prima.

Poiché il sistema di segnalazioni armonizzate per le statistiche monetarie è stato introdotto soltanto nel 1998, i dati di flusso per periodi antecedenti al 1998 sono in gran parte basati su stime. La BCE ha, pertanto, deciso che i tassi di crescita degli aggregati monetari saranno calcolati utilizzando i dati di flusso, per il momento, solo a decorrere dalla data d'inizio della Terza fase dell'UEM. Sebbene tali dati siano ancora provvisori, da un punto di vista economico e statistico essi possono essere comunque considerati più significativi delle corrispondenti variazioni non rettifiche delle consistenze.

titoli di debito e di capitale, ha subito una leggera flessione rispetto al tasso del 7,8 per cento registrato nel gennaio scorso. Tale andamento è largamente dovuto a una riduzione del tasso di crescita annuo del credito alle famiglie e alle imprese (dal 10,2 per cento di gennaio al 9,5 per cento di febbraio). La crescita del credito a favore del settore privato è rimasta, comunque, sostenuta; tale aumento sembra essere solo in parte legato alla sottostante struttura della domanda interna. Al riguardo, anche il notevole incremento dei prezzi dei terreni e delle case

registrato in alcune zone dell'area dell'euro sembra sostenere l'evoluzione degli impieghi a favore del settore privato. Un altro fattore che può avere contribuito all'espansione del credito negli ultimi mesi è stata la domanda di fondi da parte delle imprese non finanziarie per il finanziamento delle scorte che, secondo indagini presso le aziende, hanno raggiunto livelli superiori alla norma. Per la valutazione dell'andamento del credito a favore del settore privato è importante disporre di informazioni dettagliate sulla struttura dei prestiti. L'Eurosistema elabora tali

## Riquadro 2

### La struttura dei prestiti al settore privato non finanziario (situazione al 31 dicembre 1998)

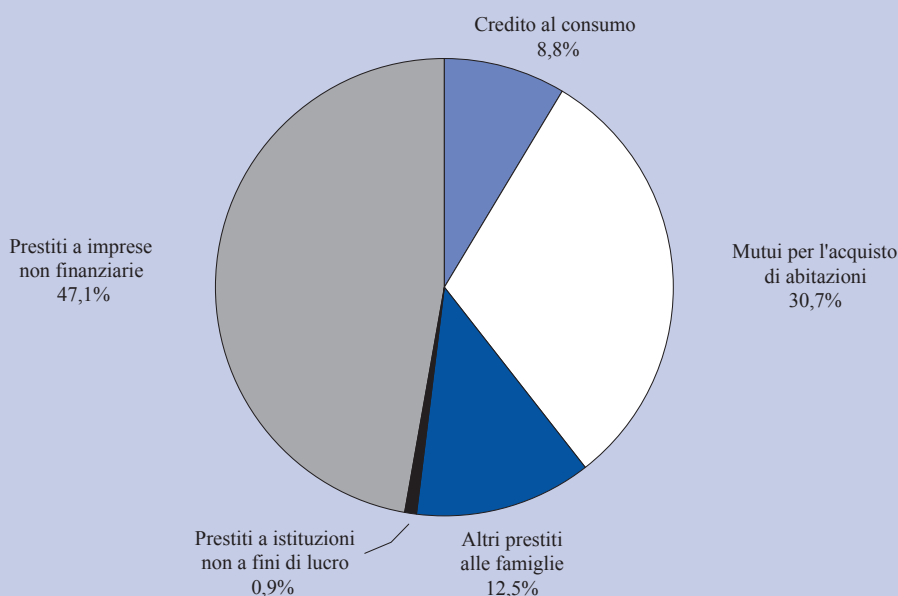
Nel marzo di quest'anno è stata resa disponibile la prima serie di dati sulla composizione degli impieghi delle IFM a favore dei residenti nell'area dell'euro, per settore, tipologia e durata originaria. Questa serie di dati viene elaborata dall'Eurosistema su base trimestrale. Al momento, tuttavia, sono disponibili solo i dati relativi ai prestiti concessi dalle IFM al settore privato non finanziario, e solo per la fine del 1998. Tali dati sono presentati nella tavola 2.5 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino.

Alla fine del 1998, i prestiti alle famiglie rappresentavano il 52 per cento del valore totale dei prestiti delle IFM a favore del settore privato non finanziario, mentre la quota delle imprese non finanziarie era pari al 47,1 per cento. Il restante 0,9 per cento del valore totale dei prestiti è stato assorbito dalle istituzioni senza scopo di lucro (associazioni dei consumatori, istituzioni di beneficenza, associazioni con finalità sociali, culturali, ricreative e sportive, sindacati e partiti politici, ecc.). Per le famiglie è inoltre disponibile un'ulteriore disaggregazione per tipologia di prestito (cfr. figura seguente), da cui risulta che i mutui per l'acquisto della casa (di solito con durata superiore ai cinque anni) svolgono un ruolo di primo piano nell'area dell'euro: alla fine del 1998 rappresentavano circa il 30,7 per cento dei prestiti totali a favore del settore privato non finanziario. Il credito al consumo ha una quota prossima all'8,8 per cento. Altri prestiti a favore delle famiglie (concessi, nella maggior parte dei casi, per finalità commerciali, per il finanziamento dell'istruzione o per consolidare il loro debito) hanno assorbito una quota del 12,5 per cento dei prestiti totali erogati a favore delle imprese non finanziarie e delle famiglie.

Per quanto attiene alla composizione per durata dei prestiti delle IFM a favore del settore privato non finanziario, va sottolineata la prevalenza dei prestiti che, all'emissione, presentavano una durata superiore ai dodici mesi: ciò vale per i prestiti a favore sia delle famiglie sia delle imprese non finanziarie. I prestiti con durata originaria superiore ai cinque anni rappresentavano il 50 per cento dei crediti al consumo, il 95 per cento dei mutui per l'acquisto della casa e il 48,9 per cento dei prestiti concessi alle imprese non finanziarie. Ciò conferma che l'attuale basso livello dei tassi attivi praticati dalle banche sul medio e lungo termine alla clientela privata può essere un fattore di stimolo della sostenuta domanda di credito, specialmente in quei paesi dell'area dell'euro in cui, in passato, i tassi di interesse a lungo termine erano di gran lunga più elevati.

#### Prestiti delle IFM al settore privato non finanziario.

(dicembre 1998; dati non destagionalizzati, quote percentuali sul totale)



Fonte: BCE.

informazioni su base trimestrale: in questo numero del Bollettino viene pubblicato il primo insieme dei dati disponibili relativi all'area dell'euro alla fine del 1998 (cfr. il riquadro 2).

In contrasto con l'andamento degli impieghi al settore privato, il credito concesso al settore pubblico ha continuato a crescere a ritmi molto contenuti: in febbraio il tasso di crescita è stato del 2,2 per cento contro l'1,9 di gennaio. Questo ridotto tasso di crescita è il risultato di una modesta espansione sia dei prestiti a favore delle Amministrazioni pubbliche sia delle obbligazioni del settore pubblico detenute dalle IFM.

In febbraio, tra le altre contropartite di M3 nel bilancio consolidato delle IFM, le passività finanziarie a più lungo termine verso altri residenti nell'area dell'euro (a eccezione del settore pubblico) hanno registrato una leggera decelerazione, con un tasso di crescita sui dodici mesi che si è ridotto al 3,6 per cento, contro il 4,1 di gennaio. Il tasso crescita delle obbligazioni emesse dalle IFM con scadenza superiore ai due anni si è mantenuto a un livello relativamente sostenuto (6,8 per cento in febbraio contro il 7,3 di gennaio). Questo può, tra l'altro, rispecchiare le variazioni degli obblighi di riserva delle istituzioni creditizie di alcuni paesi dell'area dell'euro, rispetto alla situazione vigente nella Seconda fase. Allo stesso tempo, in un contesto in cui i tassi sui depositi bancari a più lungo termine sono relativamente bassi, i saldi di tali depositi presso le IFM hanno continuato a crescere a un ritmo molto contenuto.

All'inizio del 1999 le attività e le passività verso l'estero delle IFM hanno mostrato un elevato grado di variabilità, registrando una forte riduzione nel mese di febbraio. Questo è dovuto, in particolare, alle posizioni lorde temporanee con le banche centrali degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro detenute in relazione all'operatività del sistema TARGET. Tali posizioni ammontavano a circa 75 miliardi di euro alla fine di gennaio 1999 e a quasi 27 alla fine del febbraio scorso. Nel complesso, la posizione netta sull'estero del settore delle IFM è peggiorata di 50 miliardi di euro rispetto ai valori

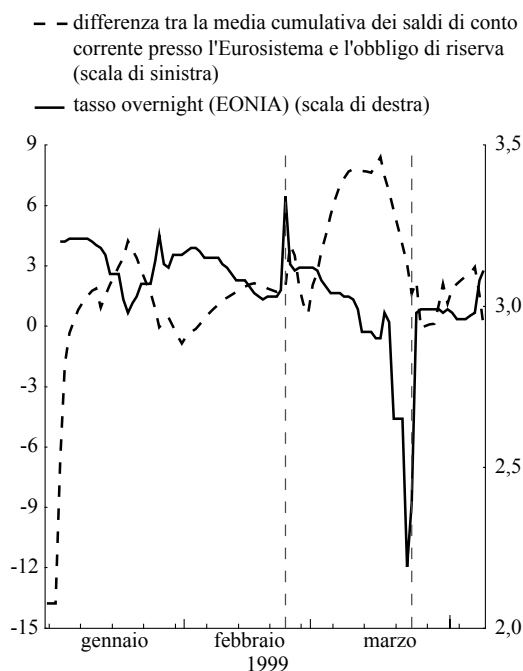
registrati nel gennaio scorso e di 132 rispetto a quelli di febbraio 1998.

### Calo dei tassi di interesse nel mercato monetario

Il tasso di interesse di mercato overnight, misurato dall'EONIA (euro overnight index average), ha registrato una progressiva flessione durante il mese di marzo, scendendo a livelli inferiori al 3 per cento, rispetto al 3,12 dell'inizio del mese. Tale andamento riflette in primo luogo la relativa abbondanza di liquidità a disposizione del sistema bancario (cfr. fig. 3 e riquadro 3). Il 22 marzo, alla fine del secondo periodo di mantenimento (compreso fra il 24 febbraio e il 23 marzo 1999), il tasso overnight è sceso al livello minimo del 2,19 per cento, prima di risalire al 2,39 per cento il 23 marzo. Grazie all'abbondante liquidità offerta dall'Eurosistema, il livello medio dell'EONIA durante il secondo periodo

**Figura 3**  
**Liquidità bancaria e tasso interbancario overnight**

(miliardi di euro; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

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

### Riquadro 3

#### Importi aggiudicati nelle operazioni di politica monetaria e condizioni di liquidità nel secondo periodo di mantenimento

##### *Importi aggiudicati nelle operazioni di politica monetaria*

Durante il secondo periodo di mantenimento delle riserve, compreso fra il 24 febbraio e il 23 marzo 1999, l'Eurosistema ha condotto quattro operazioni di rifinanziamento principali e una operazione di rifinanziamento a più lungo termine. Tutte le operazioni di rifinanziamento principali sono state effettuate tramite aste a tasso fisso a un tasso del 3 per cento, con importi aggiudicati variabili fra 78 e 44 miliardi di euro. All'inizio del secondo periodo di mantenimento il numero di controparti partecipanti a tali operazioni è rimasto intorno a 1.000. Nondimeno, l'importo delle offerte è cresciuto gradualmente da 481,6 miliardi, durante la prima operazione di rifinanziamento principale della Terza fase della UEM, fino al massimo storico di 1.100,8 miliardi il 3 marzo. La quota di aggiudicazione è scesa dal 15,6 al 6,1 per cento. Durante la seconda metà del secondo periodo di mantenimento l'Eurosistema è riuscito a invertire tale tendenza fornendo liquidità in misura più ampia. Ciò ha fatto scendere il tasso EONIA al di sotto del tasso di rifinanziamento principale riducendo l'incentivo a sottoporre in asta grosse offerte. Gli importi aggregati delle offerte sono diminuiti di due terzi rispetto al valore massimo e la quota di aggiudicazione è salita al 27,3 per cento durante l'operazione di rifinanziamento principale del 23 marzo. In tali circostanze, il numero di controparti partecipanti alle operazioni d'asta è sceso a 554. L'operazione di rifinanziamento a più lungo termine si è svolta il 24 febbraio con asta a tasso variabile condotta applicando la procedura d'asta a tasso unico. L'importo dell'operazione (15 miliardi di euro) era stato preannunciato e ha prodotto un tasso marginale del 3,04 per cento; l'importo delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine in essere è rimasto invariato a 45 miliardi di euro. Di conseguenza, la media giornaliera della liquidità offerta dall'Eurosistema nel secondo periodo di mantenimento tramite operazioni di rifinanziamento ordinarie (comprese le operazioni ereditate dal precedente periodo di mantenimento) è stata di 181,4 miliardi di euro.

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

*(miliardi di euro)*

Medie giornaliere nel secondo periodo di mantenimento (24 febbraio - 23 marzo 1999)

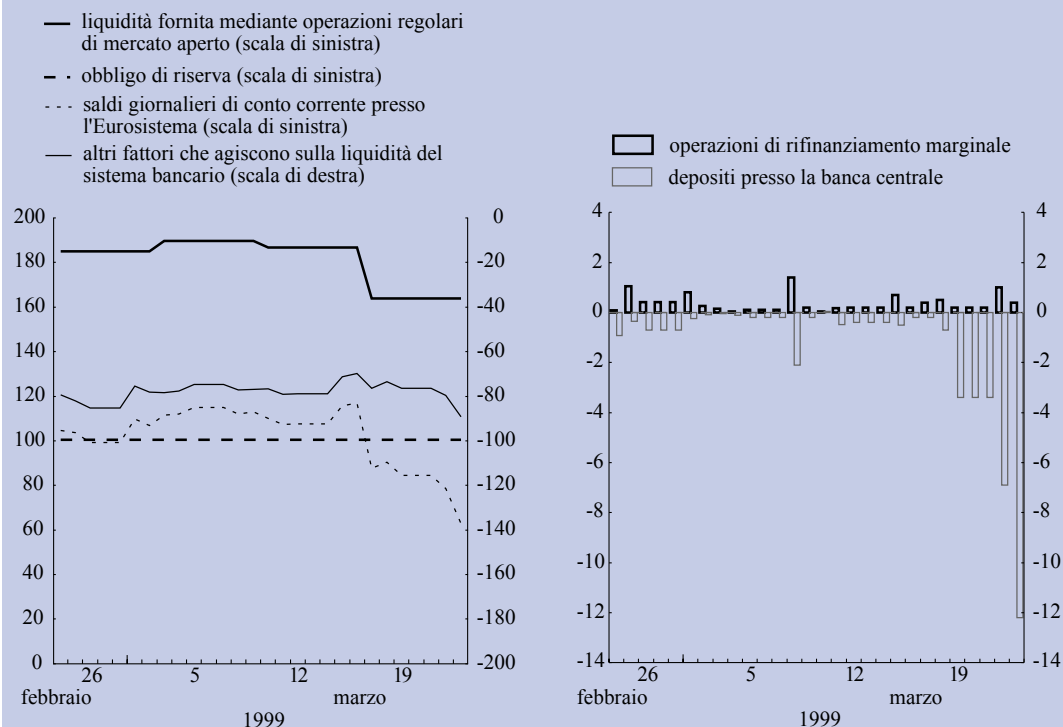
	<i>Creazione di liquidità</i>	<i>Distruzione di liquidità</i>	<i>Contributo netto</i>
<b>(a) Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema</b>	<b>181,8</b>	<b>1,4</b>	<b>+180,4</b>
Operazioni di rifinanziamento principali	136,4	-	+136,4
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	45,0	-	+ 45,0
Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	0,4	1,4	- 1,0
Altre operazioni	0,0	0,0	0,0
<b>(b) Altri fattori che agiscono sulla liquidità del sistema bancario</b>	<b>323,6</b>	<b>401,8</b>	<b>- 78,2</b>
Circolante	-	326,9	-326,9
Conti delle Amm. pubbliche presso l'Eurosistema	-	49,9	- 49,9
Posizione netta verso l'estero (incluso l'oro)	323,6	-	+323,6
Altri fattori (netto)	-	25,0	- 25,0
<b>(c) Conti correnti detenuti dagli istituti di credito presso l'Eurosistema (a) - (b)</b>			<b>102,2</b>
<b>(d) Riserva obbligatoria</b>			<b>100,6</b>

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

Rispetto al primo periodo di mantenimento, il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale è diminuito considerevolmente, da una media giornaliera di 3,8 a solo 0,4 miliardi di euro. Il ricorso medio alle operazioni di deposito è stato di 1,4 miliardi di euro, importo molto vicino a quello registrato nel primo periodo di mantenimento. D'altra parte la maggior parte dei depositi sono stati accumulati negli ultimi giorni del periodo, rispecchiando le condizioni di abbondante liquidità prevalenti in tali giorni. Nell'ultimo giorno del periodo il ricorso alle operazioni di deposito ha raggiunto il valore massimo di 12,2 miliardi di euro (cfr. figura).

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

(miliardi di euro; dati giornalieri)



### Determinanti della liquidità non connessi alle operazioni di politica monetaria

L'effetto complessivo dei cosiddetti fattori autonomi – gli altri fattori che agiscono sulla liquidità del sistema bancario (voce (b) nella tavola riportata sopra) – è stato in media pari a -78,2 miliardi di euro, dove il segno negativo indica come, in termini netti, essi abbiano comportato una distruzione di liquidità. In termini assoluti, tale effetto è stato superiore al primo periodo di mantenimento (di 6,6 miliardi di euro), anche a causa delle transazioni di tesoreria e del calo nella posizione netta verso l'estero. L'impatto dei fattori autonomi è oscillato fra -70,8 e -90,2 miliardi di euro; la voce più variabile in tale contesto sono stati i saldi dei conti delle Amministrazioni pubbliche presso le banche centrali.

### Depositi in conto corrente delle controparti

I conti correnti delle controparti detenuti presso l'Eurosistema risultano dalla differenza fra la liquidità offerta tramite le operazioni di politica monetaria (compreso l'impatto netto del ricorso a operazioni attivabili su iniziativa delle controparti) e l'effetto netto dei fattori autonomi. Nel secondo periodo di mantenimento, la media dei depositi in conto corrente era di 102,2 miliardi di euro, a fronte di obblighi di riserva pari a 100,6 miliardi. Nel primo periodo di mantenimento, la media dei depositi in conto corrente era invece stata di 100,2 miliardi di euro, a fronte di obblighi di riserva pari a 98,2 miliardi. La differenza fra l'ammontare medio dei conti correnti e gli obblighi di riserva è pertanto scesa da 2,0 a 1,6 miliardi di euro.

### Differenza fra i saldi detenuti sui conti correnti e gli obblighi di riserva

La differenza, pari a 1,6 miliardi di euro, registrata nel secondo periodo di mantenimento è ascrivibile a diversi fattori. Circa 0,7 miliardi di euro sono dovuti ai seguenti tre tipi di conti correnti:

- i) depositi di controparti che non sono soggette a obblighi di riserva in quanto i loro requisiti di riserva sono inferiori al livello minimo di 100.000 euro;
- ii) depositi di partecipanti remoti al sistema di pagamento Euro Access Frankfurt (EAF);
- iii) depositi di controparti che depositano le loro riserve indirettamente tramite un'altra istituzione, ma che detengono comunque un conto corrente presso la banca centrale per finalità connesse al sistema di pagamento.



La discrepanza residua di 0,9 miliardi di euro è dovuta alle cosiddette riserve in eccesso, cioè i saldi positivi che le controparti mantengono sui loro conti correnti dopo aver soddisfatto gli obblighi di riserva. Poiché i saldi di conto corrente eccedenti gli obblighi di riserva non danno diritto a interessi, mentre i fondi trasferiti nelle operazioni di deposito ricevono un interesse del 2 per cento, sarebbe normale aspettarsi che tali saldi in eccesso siano il risultato di errori o trascuratezza. Una possibile spiegazione di tale fenomeno è fornita dal basso costo opportunità di lasciare piccole somme a fine giornata sui depositi in conto corrente. Tale ragionamento, applicato alle oltre 8.250 controparti, potrebbe spiegare la discrepanza fra i saldi dei conti correnti e gli obblighi di riserva osservata nei primi due periodi di mantenimento.

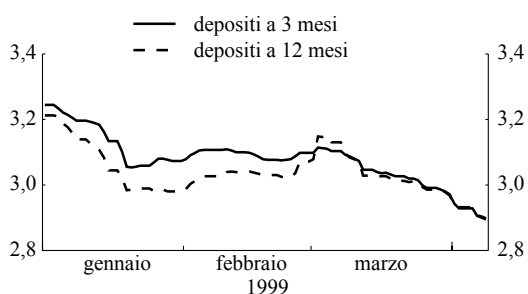
di mantenimento è sceso al 2,94 per cento, a fronte di un valore medio del 3,13 durante il primo. Nei primi giorni del terzo periodo di mantenimento (fino all'8 aprile, ultimo giorno a cui si riferisce l'aggiornamento dei dati di questo numero del Bollettino) il tasso medio EONIA è stato del 3 per cento.

Anche il tasso di interesse di mercato a tre mesi, misurato dall'EURIBOR, ha manifestato una tendenza al ribasso durante tutto il mese di marzo (cfr. fig. 4). Dopo aver iniziato il mese intorno a un livello del 3,10 per cento, l'EURIBOR a tre mesi è sceso a un livello appena inferiore al 3,0 per cento il 25 marzo; era pari al 2,90 per cento l'8 aprile, registrando una riduzione di quasi 35 punti base dall'inizio della Terza fase. Benché la flessione dei tassi di interesse a tre mesi possa essere stata, in una certa misura, causata dal modificarsi della valutazione da parte del mercato della relazione strutturale fra tasso di mercato overnight e tasso delle operazioni di rifinanziamento principali, essa appare comunque rispecchiare le crescenti attese di un allentamento delle condizioni del mercato monetario durante il secondo trimestre del 1999.

Riflettendo tali attese, il tasso di interesse a tre mesi nei contratti futures in euro con consegna a giugno e a settembre 1999 è sceso di 0,20-0,25 punti percentuali tra la fine di febbraio e l'8 aprile; a quest'ultima data esso si collocava rispettivamente al 2,79 e al 2,75 per cento per i contratti con scadenza a giugno e a settembre.

Il calo del tasso di interesse a tre mesi ha avuto ripercussioni sulla terza operazione di rifinanziamento a più lungo termine condotta dall'Eurosistema. Come annunciato dopo la riunione del Consiglio direttivo del 4 marzo, l'Eurosistema ha condotto la propria successiva operazione di rifinanziamento a più lungo termine utilizzando per la prima volta la procedura a tasso multiplo. Dopo aver condotto le due precedenti operazioni analoghe con la procedura a tasso unico, l'Eurosistema ha infatti ritenuto che tutte le controparti interessate avessero ormai acquisito l'esperienza necessaria a partecipare a un metodo di aggiudicazione più orientato al mercato, qual è per l'appunto la procedura del tasso multiplo. Il tasso medio ponderato di tale operazione, regolata il 25 marzo, è stato del 2,97 per cento, con un tasso marginale di aggiudicazione del 2,96 per cento. Poiché l'importo di tale operazione era stato preannunciato dall'Eurosistema, tali tassi hanno rispecchiato le condizioni di mercato e non vanno interpretati quali segnali di politica monetaria. Come previsto, i tassi di aggiudicazione sono stati di poco inferiori all'EURIBOR a tre mesi prevalente il giorno dell'operazione (3,01 per cento). Il differenziale negativo si spiega con il fatto che – diversamente dalle operazioni dell'Eurosistema – le transazioni su cui si basa il calcolo dell'EURIBOR non sono garantite, cosicché quest'ultimo incorpora presumibilmente un più elevato premio al rischio.

**Figura 4**  
**Tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro**  
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: EURIBOR a 3 e a 12 mesi.

## Tassi a lungo termine sostanzialmente stabili

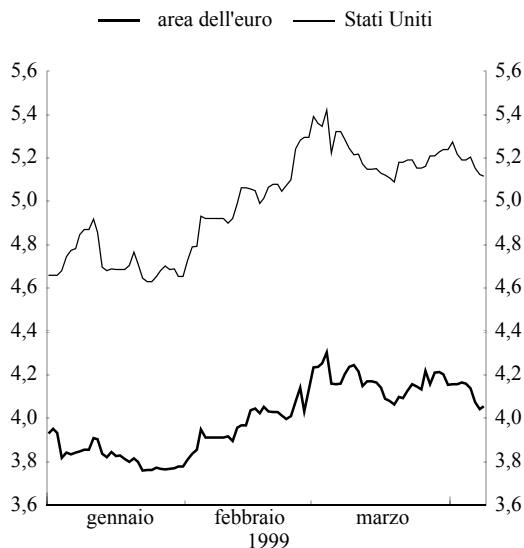
Dopo il rialzo registrato dai rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nei mercati dell'area durante il mese di febbraio e all'inizio di marzo, verso la fine di marzo il livello medio dei rendimenti obbligazionari a lungo termine ha teso a stabilizzarsi intorno a un valore appena superiore al 4,1 per cento, non discosto dai livelli medi registrati durante i mesi di ottobre e novembre 1998 e considerevolmente al di sotto di quelli, superiori al 4,5 per cento, osservati prima dell'estate 1998. L'8 aprile 1999 (ultimo giorno a cui si riferiscono i dati contenuti in questo Bollettino) i rendimenti obbligazionari erano pari al 4,06 per cento. Questa stabilizzazione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro durante il mese di marzo e l'inizio di aprile riflette, oltre all'effetto di fattori interni, anche i positivi sviluppi sui mercati finanziari internazionali.

Durante il mese di marzo gli andamenti nei mercati obbligazionari internazionali hanno fornito elementi a sostegno dell'interpretazione, già emersa in precedenza, secondo cui la crescente incertezza sul futuro corso dell'inflazione negli USA, connessa con l'aspettativa che la crescita economica in quel paese si mantenga a ritmi sostenuti, avrebbe provocato il marcato rialzo dei rendimenti obbligazionari osservato durante il mese di febbraio e l'inizio di marzo. Come in occasioni precedenti, tale movimento si era trasmesso all'area dell'euro, provocando durante tale periodo un rialzo dei rendimenti obbligazionari in parallelo a quelli degli Stati Uniti (cfr. fig. 5). Tuttavia, durante il mese di marzo gli operatori del mercato hanno dimostrato maggiore fiducia nella capacità dell'economia USA di crescere a ritmo sostenuto senza innescare significative pressioni inflazionistiche: dopo l'inizio di marzo, il livello dei rendimenti obbligazionari a lungo termine ha pertanto teso a stabilizzarsi tanto negli Stati Uniti quanto nell'area dell'euro. Un ulteriore fattore che ha contribuito a stabilizzare i rendimenti obbligazionari mondiali è stato il declino dei rendimenti obbligazionari a lungo termine giapponesi osservato durante il mese di marzo e all'inizio di aprile.

**Figura 5**

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

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



Fonti: BCE, BRI e Reuters.

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

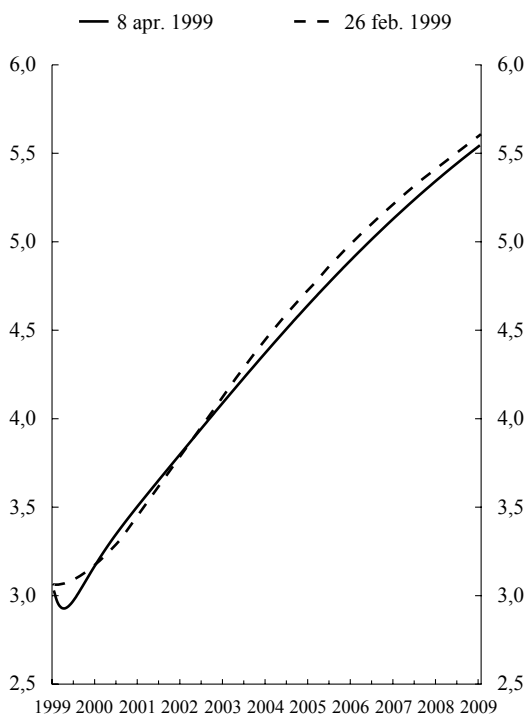
Oltre agli andamenti sui mercati internazionali, fattori interni hanno ampiamente contribuito a stabilizzare i livelli dei tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro. Tra questi la ricordata decelerazione della crescita di M3 a febbraio, l'immutato tasso di crescita dello IAPC in febbraio e l'ulteriore calo dei prezzi alla produzione. Ha inoltre influito su tali sviluppi la valutazione del mercato relativa a una possibile ulteriore decelerazione dell'attività economica nell'area dell'euro.

Alla luce di questi sviluppi, la curva dei rendimenti dell'area dell'euro ha mantenuto sulle scadenze più lunghe una inclinazione sostanzialmente invariata fra la fine di febbraio e l'8 aprile (cfr. fig. 6). D'altro canto, all'inizio di aprile la curva dei rendimenti mostrava una pendenza negativa sulle scadenze a breve termine, riflettendo le aspettative degli operatori di un prossimo calo dei tassi di interesse a breve termine. Nel contempo si è registrata una variazione minima del differenziale fra il rendimento dei titoli a reddito nominale fisso e quelli dei titoli a indicizzazione reale con scadenza confrontabile in Francia. Come discusso in dettaglio nel Bollettino di febbraio (cfr. riquadro 2, pag. 16),

**Figura 6**

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

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



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

variazioni di questo differenziale possono essere considerate come indicatori dei mutamenti nelle percezioni degli operatori del mercato finanziario riguardo alle prospettive di inflazione a lungo termine. Pertanto, l'evoluzione di tali indicatori sembrerebbe suggerire che durante il mese di marzo e agli inizi di aprile gli operatori non abbiano modificato in modo significativo le proprie aspettative a lungo termine riguardo all'inflazione nell'area dell'euro, conservando una sostanziale fiducia nel mantenimento della stabilità dei prezzi.

**Nessuna variazione di rilievo sui mercati azionari**

Dopo il sensibile rafforzamento dei primi giorni dell'anno, che ha portato i prezzi delle azioni nell'area dell'euro, misurati dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, a un aumento

superiore all'8 per cento rispetto ai livelli di fine 1998, e dopo la successiva correzione al ribasso di oltre il 4 per cento a fine gennaio, negli ultimi due mesi i corsi azionari nell'area dell'euro hanno avuto andamenti alterni, senza una tendenza chiaramente distinguibile.

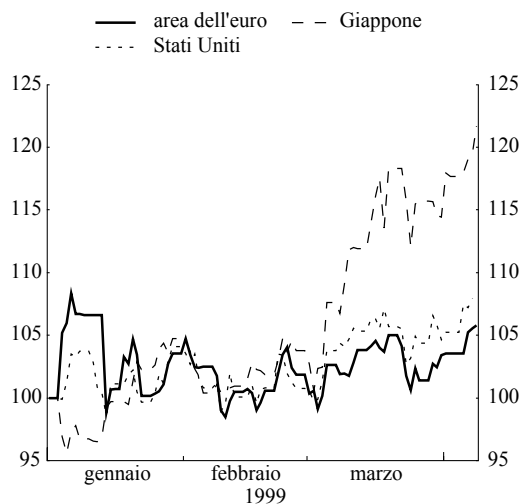
Nel periodo tra la fine di febbraio e l'8 aprile 1999, l'indice ampio Euro Stoxx è aumentato del 3,8 per cento. Questa performance contrasta con quanto avvenuto nello stesso periodo nei principali mercati azionari internazionali, dove si sono registrati incrementi di ben maggiore entità. Negli Stati Uniti, l'indice Standard & Poor's 500 è aumentato di oltre l'8,5 per cento, mentre in Giappone l'indice Nikkei 225 ha segnato un rialzo superiore al 17 per cento (cfr. fig. 7).

È possibile che le difformi tendenze manifestatesi sui mercati azionari internazionali nel corso di marzo e agli inizi di aprile siano il riflesso di una mutata percezione da parte degli operatori di mercato circa le prospettive di crescita dell'attività economica nelle singole economie. Nell'area dell'euro, i mercati azionari hanno operato in un contesto caratterizzato dalla percezione di una possibile ulteriore decelerazione dell'attività economica. In contrasto con la situazione negli Stati Uniti, dove i corsi azionari si sono rafforzati in presenza di continui segnali di conferma sul vigore dell'economia. In Giappone, nonostante la perdurante debolezza dei principali indicatori congiunturali, il rialzo dei prezzi delle azioni può aver coinciso con un cambiamento delle attese degli investitori internazionali nel senso di un possibile recupero di dinamismo dell'attività economica.

I recenti andamenti sui mercati azionari dell'area dell'euro paiono riflettere un'evoluzione differenziata nei diversi settori economici; ciò ha portato a una certa divergenza nelle valutazioni degli operatori di mercato circa le prospettive reddituali e, quindi, nei risultati per settore dall'inizio dell'anno. I rialzi settoriali di maggior rilievo osservati nel periodo tra la fine di dicembre 1998 e l'8 aprile 1999 hanno interessato le telecomunicazioni, il comparto industriale e quello dei beni energetici (aumentati rispettivamente del 21,5, 17,1 e 14,4 per cento).

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

(1° gennaio 1999=100; dati giornalieri)



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

I principali fattori sottostanti tali risultati possono essere identificati nei processi di concen-

trazione aziendale, per il settore delle telecomunicazioni, e nel recente netto rincaro del prezzo del petrolio, per quello dei beni energetici. L'andamento vivace dei corsi azionari nel comparto industriale può essere in parte riconducibile al miglioramento delle condizioni esterne con cui si confronta l'economia dell'area dell'euro, nonché al deprezzamento dell'euro in termini reali. Andamenti contrastanti sono stati invece osservati nel settore dei beni di consumo, in particolare per quanto riguarda il comparto dei generi alimentari e delle bevande (beni la cui domanda è poco sensibile al ciclo economico), che ha fatto registrare un calo dei prezzi delle azioni dell'11 per cento. Anche alcuni titoli di settori caratterizzati da domanda più sensibile al ciclo, come quello della vendita al dettaglio, hanno subito un calo. I risultati inferiori alla media del mercato registrati dalle quotazioni nel comparto dei beni di consumo si inseriscono in un contesto di recente stabilizzazione degli indicatori di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro e di deterioramento del clima di fiducia degli operatori della vendita al dettaglio.

## 2 I prezzi

### L'aumento complessivo dei prezzi al consumo resta modesto

L'inflazione, misurata dalle variazioni dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è stata pari allo 0,8 per cento nel febbraio 1999, senza variazioni rispetto ai bassi livelli osservati nei tre mesi precedenti (cfr. tav. 1). La sua moderata dinamica negli ultimi mesi è riconducibile alla generale debolezza delle pressioni al rialzo sui prezzi. Più di recente, la tendenza apparente ha nascosto il bilanciarsi di molteplici fattori.

Da un lato, negli ultimi mesi si è verificata una inversione nell'andamento dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici, la cui tendenza declinante aveva invece costituito un importante elemento di contenimento dell'aumento dell'indice generale per quasi tutto il secondo semestre del 1998 (cfr. fig. 8). L'incremento sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari non

trasformati è salito dallo 0,6 per cento di novembre 1998 all'1,1 per cento di gennaio 1999 e quindi all'1,5 per cento di febbraio, riflettendo presumibilmente la minore offerta di prodotti ortofrutticoli provocata da condizioni meteorologiche meno favorevoli. Inoltre, le quotazioni del petrolio hanno iniziato recentemente a salire, determinando una attenuazione del ritmo di caduta sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici inclusi nello IAPC. Rispetto al corrispondente mese dell'anno precedente, a febbraio questi prezzi si sono ridotti del 4,3 per cento, dopo la flessione del 4,8 per cento di dicembre; a marzo, l'annuncio di numerosi paesi produttori di petrolio di voler ridurre la produzione ha provocato un immediato e netto rialzo delle quotazioni che, alla fine del mese, sono risultate in euro superiori del 50 per cento a quelle di fine 1998 (tornando ai livelli dello stesso periodo dell'anno precedente). Con ogni probabilità, questo aumento si ripercuoterà molto presto sull'indice dei prezzi dei beni energetici che a sua

### Tavola 1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1998	1999	1999	1999
				2 trim.	3 trim.	4 trim.	1 trim.	ott.	nov.	dic.	gen.	feb.	mar.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>													
Indice complessivo di cui:	2,2	1,6	1,1	1,3	1,1	0,8	.	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	.
Beni	1,8	1,1	0,6	1,0	0,7	0,2	.	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	.
Alimentari	1,9	1,4	1,6	2,1	1,7	1,1	.	1,2	1,0	1,0	1,2	1,4	.
Alimentari trasformati	1,9	1,4	1,4	1,6	1,4	1,2	.	1,3	1,2	1,1	1,3	1,3	.
Alimentari non trasformati	1,8	1,4	2,0	2,8	2,1	0,8	.	1,1	0,6	0,9	1,1	1,5	.
Prezzi dei beni industriali	1,8	1,0	0,1	0,4	0,1	-0,2	.	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	.
Beni industriali non energetici	1,6	0,5	0,9	0,9	1,0	0,9	.	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	.
Beni energetici	2,6	2,8	-2,6	-1,4	-3,2	-4,4	.	-4,0	-4,4	-4,8	-4,4	-4,3	.
Servizi	2,9	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	.	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>													
Prezzi alla prod. dei beni industr. <sup>1)</sup>	0,4	1,1	-0,8	-0,2	-1,3	-2,3	.	-2,0	-2,4	-2,6	-2,7	.	.
Costo del lavoro per un. di prodotto <sup>2)</sup>	1,8	0,4	.	-0,6	-0,6	.	.	-	-	-	-	-	-
Redditi per addetto da lavoro dip. <sup>2)</sup>	3,4	2,6	.	1,2	1,3	.	.	-	-	-	-	-	-
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>	1,6	2,3	.	1,8	1,8	.	.	-	-	-	-	-	-
Prezzo del petrolio (euro per barile) <sup>3)</sup>	15,9	17,1	12,0	12,8	11,7	10,0	10,3	11,2	10,2	8,8	9,5	9,4	11,8
Prezzi delle materie prime in euro <sup>4)</sup>	-6,9	13,0	-12,5	-10,7	-18,2	-20,5	-16,0	-23,6	-18,4	-19,4	-17,2	-16,1	-14,7

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

1) Sono escluse le costruzioni.

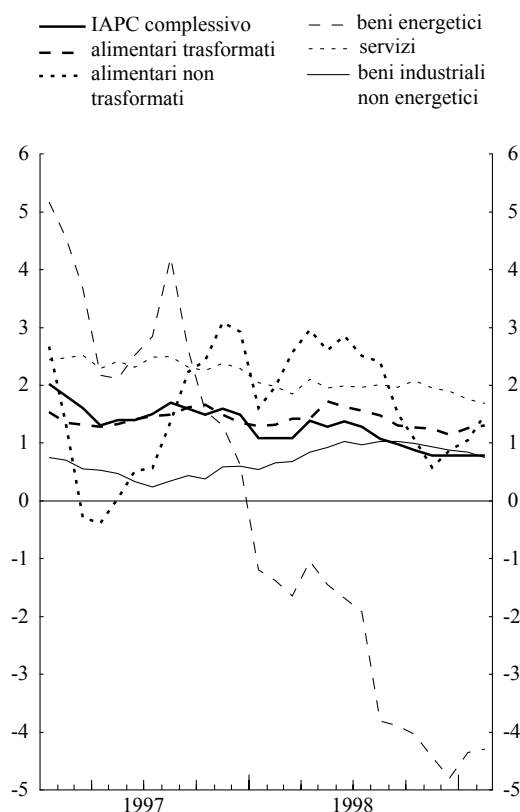
2) Intera economia.

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

4) Sono esclusi i beni energetici. Prezzi in ECU fino al dicembre 1998.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

volta, in misura proporzionale alla loro incidenza nello IAPC (pari all'8,8 per cento), influenzerà i prezzi al consumo.

Va notato che in passato i prezzi dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici hanno mostrato un alto grado di variabilità nel breve periodo; di conseguenza si considera che i loro effetti sullo IAPC siano di natura tempora-

nea rispetto a quelli delle componenti stabili. Per un approfondimento sulla variabilità delle componenti dello IAPC si veda l'articolo *Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro* in questo Bollettino, in particolare il riquadro 1.

Dall'altro lato, le variazioni di prezzo dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici osservate a febbraio sono state bilanciate dal proseguire della flessione del tasso di crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi. Nel comparto dei beni industriali non energetici, l'inflazione è scesa dallo 0,9 per cento di dicembre allo 0,7 di febbraio 1999, anche a causa di una decelerazione dei prezzi degli autoveicoli nuovi. Per il settore dei servizi, il tasso di crescita dei prezzi sui dodici mesi è diminuito per il quarto mese consecutivo (da 2,1 per cento in ottobre a 1,7 per cento in febbraio), principalmente in conseguenza dei più bassi prezzi delle comunicazioni (in particolare del materiale e dei servizi di telefonia e di telefax), ma anche di una diminuzione dei costi nei trasporti. È possibile che i recenti andamenti dei prezzi in questi settori siano collegati agli effetti della deregolamentazione e della accresciuta concorrenza.

Per quanto riguarda gli altri indicatori di costo e di prezzo, il tasso di variazione dei prezzi alla produzione dei beni industriali ha continuato a scendere, per lo più in risposta alla caduta dei prezzi dei beni intermedi: in gennaio è stato pari a -2,7 per cento rispetto allo stesso mese del 1998. I dati relativi al costo del lavoro per unità di prodotto, disponibili solo fino al terzo trimestre 1998, segnalano che sui dodici mesi esso è calato dello 0,6 per cento, sia per il secondo che per il terzo.

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

#### Rallentamento dell'attività intorno alla fine dell'anno

Gli andamenti dell'attività economica nell'area dell'euro sono stati analizzati in dettaglio nel Bollettino di marzo 1999. A parte alcune statistiche nazionali che tendono a confermarne l'analisi, nel frattempo non si sono rese disponibili nuove

informazioni in tempo utile per questa pubblicazione. In particolare, per le revisioni sull'andamento del PIL a prezzi costanti nel quarto trimestre 1998, per le statistiche sulla produzione industriale dello scorso gennaio e per i risultati provvisori delle indagini della Commissione europea tra le imprese e tra i consumatori nel mese di marzo è prevista la pubblicazione in una

data successiva a quella a cui corrispondono gli ultimi aggiornamenti dei dati contenuti in questo Bollettino.

Nel complesso, come già osservato nel precedente Bollettino, gli indicatori congiunturali segnalano un sensibile e generale rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro nel quarto trimestre del 1998. Secondo la stima preliminare diffusa dall'Eurostat il 5 marzo scorso, la crescita del PIL a prezzi costanti è stata dello 0,2 per cento sul trimestre precedente, a fronte dello 0,7 registrato nel terzo trimestre. La produzione industriale nel settore manifatturiero si è ridotta, nel quarto trimestre del 1998, di quasi l'1 per cento rispetto al periodo precedente: secondo le

indagini della Commissione europea, l'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali ha continuato a deteriorarsi nei primi due mesi del 1999 (cfr. tav. 2). L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori non ha segnato ulteriori miglioramenti, rimanendo invariato sul massimo storico osservato agli inizi dell'anno. Nella media del quarto trimestre del 1998, le vendite al dettaglio sono aumentate del 2,8 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, con un tasso di crescita nel quarto trimestre immutato rispetto al terzo.

Il generale peggioramento delle prospettive di crescita delineatosi verso la fine dell'anno si è riflesso nelle previsioni formulate in primavera

## Tavola 2

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

(variazioni percentuali nel periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1999	
				1 trim.	2 trim.	3 trim.	4 trim.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.	gen.	medie mobili centrate di tre mesi		
PIL a prezzi costanti	1,6	2,5	3,0	3,8	3,0	2,9	2,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Variazione sul periodo precedente <sup>1)</sup>	-	-	-	0,9	0,6	0,7	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Produzione industriale, escl. costruzioni	0,2	4,3	4,2	6,6	4,6	4,0	1,9	4,0	3,5	2,9	1,9	.	.	.	.	.
- Variazione sul periodo precedente <sup>2)</sup>	-	-	-	1,3	0,7	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2	-0,1	.	.	.	.	.
di cui:																
Settore manifatturiero	-0,2	4,8	4,6	7,4	5,1	4,3	2,0	4,3	4,0	3,2	2,0	.	.	.	.	.
principali categorie di prodotti industriali:																
Beni intermedi	-0,4	5,4	4,0	7,5	4,4	3,3	0,8	3,3	2,6	2,0	0,8	.	.	.	.	.
Beni di capitale	1,8	5,0	7,2	9,8	7,2	6,9	5,2	6,9	6,6	6,1	5,2	.	.	.	.	.
Beni di consumo	-0,3	2,2	3,2	4,0	3,8	3,5	1,7	3,5	3,3	2,7	1,7	.	.	.	.	.
Costruzioni	-2,6	-1,0	0,0	3,6	0,2	-0,5	-2,6	-0,5	-1,4	-2,2	-2,6	.	.	.	.	.
Utilizzo della capacità produttiva (in perc.) <sup>3)</sup>	80,3	81,6	83,1	83,1	83,6	83,3	82,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Indice del clima economico	-2,7	2,5	3,2	3,7	4,4	3,0	1,6	3,0	2,1	1,8	1,6	1,7	1,7	1,3	1,3	1,3
Clima di fiducia dei consumatori <sup>4)</sup>	-9	-3	7	4	6	7	10	7	7	8	10	11	11	11	11	11
Clima di fiducia delle imprese <sup>4)</sup>	-8	3	7	10	10	7	0	7	5	3	0	-1	-2	-2	-2	-2
Clima di fiducia nel settore delle costruzioni <sup>4)</sup>	-13	-10	4	-2	1	10	8	10	9	9	8	11	12	12	12	12
Vendite al dettaglio a prezzi costanti	1,1	0,8	2,5	2,6	1,7	2,8	2,8	2,8	2,2	2,7	2,8	.	.	.	.	.
Immatricolazione di autovetture	6,6	3,9	7,7	12,7	3,3	7,4	7,5	7,4	5,1	7,7	7,5	9,0	5,9	5,9	5,9	5,9
Occupazione (totale)	0,2	0,3	1,3	1,0	1,2	1,4	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Disoccupazione (variaz. annua in migliaia)	422	80	-831	-517	-798	-976	-1025	-977	-1010	-1043	-1026	-975	.	.	.	.
Disoccupazione (valori percentuali)	11,6	11,6	11,0	11,2	11,0	10,9	10,7	10,9	10,8	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7

Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, European Automobile Manufacturers Association, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: Tutti i dati sono destagionalizzati, tranne quelli relativi alla produzione industriale (corretti per il numero di giorni lavorativi), alle vendite al dettaglio e alle immatricolazioni di autovetture.

1) Dati destagionalizzati.

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

3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre di ogni anno. I dati trimestrali qui presentati rappresentano la media di due indagini successive, una condotta all'inizio del trimestre in questione e l'altra condotta all'inizio del trimestre seguente. I dati annuali sono calcolati come medie dei dati trimestrali. Ultime osservazioni: 83,7 per cento (luglio 1998), 82,8 per cento (ottobre 1998) e 81,9 per cento (gennaio 1999).

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



dalla Commissione europea, i cui risultati sono stati diffusi lo scorso 30 marzo. Dopo una crescita del 3,0 per cento nel 1998, la Commissione ha stimato per il 1999, sulla base dei dati disponibili al 19 marzo, una crescita del PIL a prezzi costanti nell'area dell'euro del 2,2 per cento, contro il 2,6 previsto nell'autunno dello scorso anno.

### **Rallentamento della crescita dell'occupazione e battuta d'arresto nel calo della disoccupazione**

La crescita dell'occupazione totale è proseguita nel quarto trimestre dello scorso anno, ma con un ritmo più lento. L'aumento sul trimestre precedente è stato dello 0,3 per cento, inferiore di 2 decimi di punto a quello registrato nel terzo trimestre. Il rallentamento, che ha avuto inizio nel comparto manifatturiero nel terzo trimestre del 1998, sembrerebbe, sulla base di dati nazionali, essersi trasmesso ai settori che dipendono maggiormente dall'attività industriale, come quello dei servizi commerciali. Tuttavia, nel resto del settore dei servizi la creazione netta di posti di lavoro si sarebbe mantenuta sostanzialmente in linea con gli andamenti registrati in passato. I dati dell'Eurostat mostrano una ripresa dell'occupazione nel settore delle costruzioni durante l'estate e un'accelerazione nei mesi di ottobre e novembre del 1998.

Riflettendo il rallentamento nella crescita dell'occupazione totale, nel quarto trimestre del 1998 il tasso di disoccupazione standardizzato nell'area dell'euro si è mantenuto sul 10,7 per cento. È tornato a diminuire a gennaio, anche per effetto di

alcuni fattori straordinari, quali le condizioni meteorologiche particolarmente miti che hanno facilitato nuove assunzioni nel settore delle costruzioni, e la messa in atto in alcuni paesi di nuovi interventi di sostegno all'occupazione. I dati nazionali disponibili fino al giorno di chiusura di questo Bollettino indicano che il tasso di disoccupazione è rimasto in febbraio immutato rispetto al mese precedente. In diversi paesi la tendenza alla riduzione della disoccupazione si è praticamente arrestata negli ultimi mesi; il suo livello, per l'intera area dell'euro, resta su livelli ancora elevati.

I dati sull'occupazione, ora disponibili fino alla fine del 1998, e quelli sulla disoccupazione forniscono nel loro insieme un quadro preliminare del mercato del lavoro nell'intero anno. Le statistiche sull'occupazione, ancora calcolate sulla base di metodologie nazionali e non pienamente coerenti con quelle armonizzate sulla disoccupazione, mostrano come la creazione netta di posti di lavoro sia stata nell'intero 1998 assai più sostenuta che negli anni precedenti, con un incremento del numero di occupati dell'1,5 per cento (circa 1,7 milioni). Poiché il numero di disoccupati è diminuito di circa 1 milione, le forze di lavoro sarebbero cresciute, nello scorso anno, dello 0,5 per cento, 2 decimi di punto in più del tasso di crescita medio osservato in passato. Lo slancio che ha caratterizzato la crescita dell'occupazione a partire all'incirca dalla metà del 1997 avrebbe incoraggiato gli ingressi e i rientri nel mercato del lavoro, favorendo in particolare i giovani alla ricerca di impiego che, in numerosi paesi, sono stati i destinatari di specifici programmi di inserimento professionale.

## **4 La finanza pubblica**

### **Il risanamento della finanza pubblica nel 1998: primi risultati per l'area dell'euro**

Nell'ultimo numero del Bollettino mensile è stata fornita una valutazione dell'orientamento della politica fiscale nell'area dell'euro, fondata sulle previsioni della Commissione europea dell'autunno 1998. In base alle prime stime dei risultati di bilancio per il 1998, predisposte dalla BCE sulla base delle informazioni fornite dalle BCN, tale valutazione è

sostanzialmente confermata, sebbene i risultati si siano rivelati lievemente migliori del previsto. Le stime della BCE riguardanti il 1997 e il 1998 sono riassunte nella tavola 3 e, presentate con maggiore grado di dettaglio e a partire dal 1991, nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* (cfr. tav. 7, pag. 26\*). Queste tavole contengono le informazioni più aggiornate e incorporano, inoltre, una serie di modifiche alla metodologia di trattamento statistico dei dati. Le principali modifiche e le



**Tavola 3****Situazione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro <sup>1)</sup>***(in percentuale del PIL)*

	1997	1998
<b>Entrate correnti</b>	<b>49,0</b>	<b>48,6</b>
<i>di cui:</i> Imposte dirette	12,2	12,5
Imposte indirette	13,5	14,1
Contributi sociali	18,3	17,2
Vendita di beni e servizi	2,7	2,7
<b>Spese correnti</b>	<b>48,6</b>	<b>47,4</b>
<i>di cui:</i> Interessi	5,0	4,5
Trasferimenti alle famiglie	23,1	22,6
Salari e stipendi	11,6	11,3
Consumi intermedi	5,2	5,1
<b>Risparmio lordo</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>
<b>Entrate in conto capitale</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>
<b>Spese in conto capitale</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
<i>di cui:</i> Investimenti	2,3	2,3
<b>Disavanzo (-) / Avanzo (+)</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,1</b>
<b>Entrate totali</b>	<b>49,7</b>	<b>49,1</b>
<b>Spese totali</b>	<b>52,2</b>	<b>51,2</b>
<b>Disavanzo (-) / Avanzo (+) primario</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
<b>Debito lordo</b>	<b>75,4</b>	<b>73,6</b>

Fonte: BCE.

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

caratteristiche dei dati presentati in questo numero del Bollettino, che saranno mantenute anche nei numeri successivi, sono descritte nel riquadro 4.

Il profilo dell'azione di risanamento della finanza pubblica nell'area dell'euro nel 1998 si caratterizza per i seguenti elementi:

- Una riduzione contenuta del disavanzo di bilancio. Il disavanzo di bilancio medio ponderato per l'area dell'euro è stato pari al 2,1 per cento del PIL nel 1998, con una riduzione di 0,4 punti percentuali rispetto al 1997. Questo risultato è lievemente migliore rispetto al previsto, benché il rapporto si mantenga tuttora molto più prossimo al valore del 3 per cento (indicato nel Protocollo n° 5 sulla procedura per i disavanzi eccessivi, annesso al Trattato, come valore di riferimento per l'individuazione di una situazione di disavanzo eccessivo) che a una situazione di pareggio.
- La diminuzione del disavanzo di bilancio corrisponde al calo della spesa per interessi. L'avanzo primario è rimasto sostanzialmente costante, pari al 2,5 per cento circa del PIL. Ciò non consente una riduzione in tempi brevi del rapporto debito/PIL.
- Si è verificata una riduzione equilibrata di 0,5 punti percentuali del PIL nelle spese primarie e nelle entrate. In base all'esperienza, questo tipo di correzione ha maggiori probabilità di rivelarsi permanente rispetto a un risanamento dei conti pubblici perseguito con incrementi della pressione fiscale.
- La composizione delle entrate correnti si è modificata. I contributi sociali (ridotti dell'1,1 per cento del PIL) hanno un peso significativamente minore, mentre il peso delle imposte dirette e quello delle imposte indirette è maggiore (rispettivamente, dello 0,3 e 0,6 per cento del PIL), principalmente a causa di cambiamenti intervenuti nella struttura del sistema impositivo di alcuni paesi.
- La composizione delle uscite primarie si è modificata. La spesa primaria corrente (ridottasi dello 0,7 per cento del PIL) ha un peso minore; la spesa in conto capitale (aumentata dello 0,1 per cento del PIL), maggiore.
- Il calo della spesa primaria corrente, in termini percentuali del PIL, è stato determinato principalmente dalla riduzione dei trasferi-

#### Riquadro 4

### La situazione generale delle finanze pubbliche nell'area dell'euro: nuova modalità di presentazione

La situazione generale delle finanze pubbliche nell'area dell'euro, presentata nella tavola 7 (pag. 23\*) della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*, include per la prima volta statistiche sulle entrate e sulle uscite totali del settore pubblico nell'area dell'euro, in termini percentuali del PIL complessivo dell'area. Le entrate e le uscite del settore pubblico nell'area dell'euro comprendono – oltre alle entrate e uscite del settore pubblico dei paesi partecipanti – anche l'ammontare delle entrate tributarie dell'Unione europea e dei sussidi e dei trasferimenti in conto capitale da questa fornite agli Stati membri. Ciò è in linea con quanto avviene effettivamente nell'Unione, dove l'attività di governo è svolta dalle autorità nazionali ed europee.

La differenza tra le entrate e le uscite complessive del settore pubblico in un dato paese equivale al disavanzo pubblico, la cui definizione è fornita nel Trattato e utilizzata nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. Poiché il disavanzo pubblico è definito con riferimento al Sistema europeo dei conti economici integrati (SEC), le entrate e le uscite pubbliche complessive sono parimenti basate sulle transazioni SEC. Il SEC consiste in un insieme coerente e dettagliato di conti e di tavole, frutto di un accordo a livello di Unione europea finalizzato ad agevolare le analisi comparative tra gli Stati membri.

Le entrate e le uscite del settore pubblico in un dato paese comprendono le entrate e le uscite a tutti i livelli del settore stesso (amministrazione centrale, regionale e locale ed enti previdenziali). Gli scambi tra le diverse amministrazioni sono consolidati, fatta eccezione per le imposte indirette e i sussidi alla produzione. Inoltre, non vengono operate compensazioni tra entrate e uscite del settore pubblico definite in ambito SEC.

Le entrate e le uscite totali del settore pubblico sono scomposte in entrate e uscite correnti e in conto capitale; la differenza tra le entrate e le uscite correnti equivale al risparmio lordo. Le entrate correnti del settore pubblico includono, oltre alle imposte dirette e indirette e ai contributi sociali, anche i ricavi di vendite di beni e servizi effettuate dagli enti pubblici, come le tariffe per gli atti amministrativi, le rette della refezione scolastica, i canoni di concessione di licenze o la contropartita per la vendita di legname di proprietà demaniale e i canoni di locazione di abitazioni di proprietà di enti pubblici. I principali elementi che costituiscono le uscite correnti del settore pubblico sono i trasferimenti alle famiglie, le retribuzioni ai dipendenti pubblici, i consumi intermedi e gli interessi passivi (gli ultimi tre intesi secondo la definizione del SEC).

Le entrate totali meno le uscite totali del settore pubblico, vale a dire il disavanzo di bilancio, non equivalgono alla variazione del debito, secondo la definizione che ne viene data nel Trattato. La differenza è mostrata come aggiustamento disavanzo-debito ed è principalmente dovuta a transazioni effettuate dal settore pubblico, aventi come oggetto le proprie attività finanziarie.

- menti alle famiglie (ridotti dello 0,5 per cento del PIL) e, in misura minore, dai risparmi sulle retribuzioni del lavoro dipendente (aumentati dello 0,3 per cento del PIL).
- La crescita della spesa in conto capitale, in termini percentuali del PIL, riflette i maggiori trasferimenti posti in essere dal settore pubblico, piuttosto che l'aumento degli investimenti pubblici, che permangono tuttora a un livello storicamente basso.
- Anche il calo del rapporto debito/PIL di 1,8 punti percentuali è stato superiore alle previsioni. Tuttavia, un terzo di questa riduzione (0,6 punti percentuali) è attribuibile ad aggiustamenti disavanzo-debito, mentre l'avanzo primario, ancora di dimensioni limitate, ha contribuito in misura modesta alla diminuzione del debito.

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

### Ulteriore rafforzamento del dollaro statunitense

L'andamento del mercato dei cambi nello scorso mese di marzo è stato caratterizzato da un rafforzamento del dollaro statunitense e della sterlina inglese, e da una significativa variabilità del cambio dell'euro nei confronti dello yen giapponese. I mercati valutari nelle principali economie emergenti si sono rivelati, invece, meno variabili. Di particolare importanza, a tale riguardo, sono state la stabilizzazione e il recente apprezzamento del real brasiliano (che era stato lasciato fluttuare a metà gennaio) e la persistente stabilità dei mercati valutari asiatici.

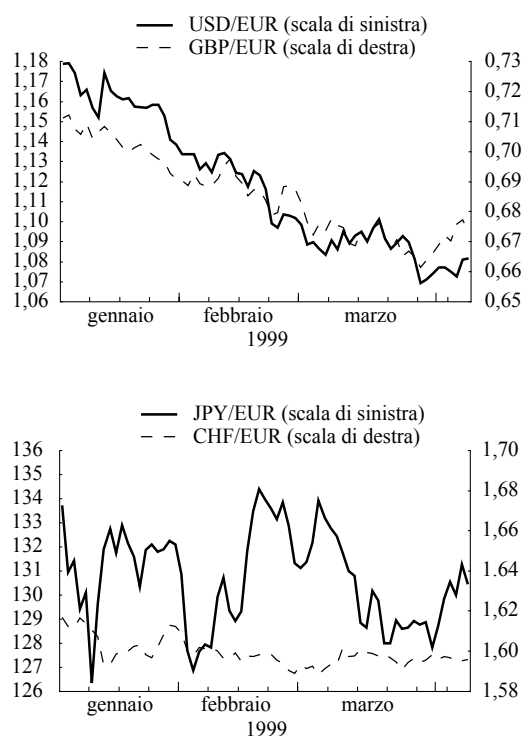
La forza del dollaro nei confronti dell'euro si può attribuire soprattutto ai dati economici diffusi in marzo, i quali indicano chiaramente che l'andamento notevolmente positivo dell'economia statunitense prosegue senza soste. In particolare, gli indicatori hanno rivelato che la crescita è ricollegabile non solo a un maggiore utilizzo del capitale e delle forze di lavoro – nonostante il significativo tasso di creazione di nuovi posti di lavoro – ma anche a incrementi della produttività. Le pressioni inflazionistiche, inoltre, restano moderate. Il principale fattore determinante dell'espansione ha continuato a essere la spesa per consumi; il clima di fiducia dei consumatori si è mantenuto elevato. In aggiunta, la persistente tendenza al rafforzamento del dollaro nei confronti dell'euro è risultata accentuata dalle incertezze relative alla crisi militare nei Balcani. Nel complesso, in marzo l'euro si è deprezzato del 2,2 per cento nei confronti del dollaro, scendendo a fine mese a 1,07 dollari. Durante il primo trimestre di contrattazioni in euro, la moneta unica europea si è indebolita dell'8,9 per cento nei confronti del dollaro. L'8 aprile, ultimo giorno a cui si riferiscono i dati di questo Bollettino, la quotazione dell'euro era pari a 1,08 dollari.

Nei confronti dello yen, in marzo il cambio dell'euro è rimasto variabile; nel complesso, ha registrato un deprezzamento di circa il 2,5 per cento, portandosi a un livello di 128 yen alla fine del mese. Le singole variazioni del tasso di cambio

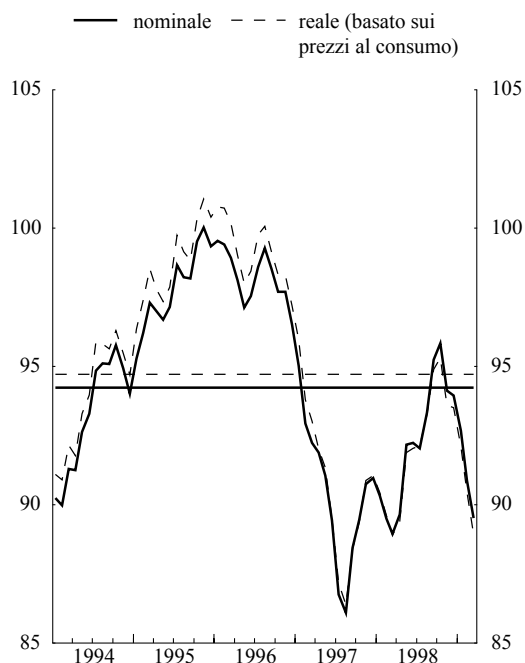
dello yen nei confronti del dollaro e dell'euro sono difficilmente ricollegabili ad andamenti specifici, ma sembra probabile che la complessiva variabilità dello yen sia soprattutto il risultato delle persistenti incertezze sulle prospettive dell'economia nipponica. I miglioramenti dello yen registrati in marzo sono, in linea generale, attribuibili ai flussi di capitale relativi al termine dell'anno fiscale, corrispondente all'ultimo giorno del mese. I peggioramenti possono essere ricondotti soprattutto alla divulgazione di notizie economiche, che, in linea generale, hanno continuato a fornire un'immagine poco incoraggiante dell'economia nipponica. Di particolare rilevanza, in questo contesto, si è rivelata la pubblicazione del dato preliminare riguardante il PIL del quarto trimestre 1998, che ha mostrato una riduzione del 2,8 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. A questa flessione complessiva corrisponde una riduzione protrattasi per cinque trimestri consecutivi, dato senza precedenti. L'8 aprile la quotazione dell'euro era pari a 130 yen.

**Figura 9**  
**Tassi di cambio**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura 10****Tassi di cambio effettivi dell'area dell'euro<sup>1)</sup>***(medie mensili; indice 1990 = 100)*

Fonte: BRI.

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

L'andamento delle quotazioni dell'euro nei confronti della sterlina inglese è stato simile a quello nei confronti del dollaro, raggiungendo, alla fine di marzo, un livello pari a 0,67 sterline – il 2,4 per cento in meno rispetto all'inizio del mese. Una parte dell'indebolimento nei confronti della sterlina può trovare spiegazione nel legame tradizionalmente stretto esistente tra l'andamento del dollaro e quello della sterlina, nonché nel notevole incremento dei prezzi del petrolio. Inoltre, alcuni dati recenti hanno indicato che il rallentamento del PIL reale nel Regno Unito potrebbe essere meno forte del previsto. Nei confronti del franco svizzero, nel mese di marzo l'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile. L'8 aprile l'euro è stato quotato 0,67 sterline e 1,60 franchi svizzeri.

Nel corso del mese di marzo, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, calcolato utilizzando l'indice medio ponderato in base all'inter-

scambio commerciale fornito dalla Banca dei regolamenti internazionali (BRI), si è deprezzato del 2 per cento circa (cfr. fig. 10). Dall'inizio dell'anno alla fine di marzo, il tasso di cambio effettivo nominale è diminuito del 6 per cento circa. Più della metà della riduzione è ricollegabile al rafforzamento del dollaro e della sterlina – le valute dei due principali partner commerciali dell'area. Nel raffronto con gli andamenti passati, a marzo sia il tasso effettivo nominale dell'euro sia quello reale si sono collocati a un livello lievemente inferiore alla media del 1998 e analogo a quello osservato nel primo trimestre dello scorso anno.

**Leggero calo dell'avanzo commerciale nel 1998**

Come già osservato nei numeri precedenti del Bollettino mensile, al momento non sono ancora disponibili i dati sull'andamento della bilancia dei pagamenti per l'area dell'euro considerata nel suo insieme. Questo commento si basa su statistiche prodotte dall'Eurostat e si riferisce a esportazioni e importazioni tra l'area dell'euro e il resto del mondo, escludendo le transazioni interne all'area. Nel mese di dicembre 1998, l'avanzo della bilancia commerciale dell'area dell'euro è stato pari a 6,9 miliardi di ECU, inferiore di 1,4 miliardi rispetto al mese corrispondente del 1997. Nel complesso del 1998, l'avanzo commerciale è stato pari a 83 miliardi di ECU (1,4 per cento del PIL), contro gli 88,8 miliardi del 1997, mostrando così la prima diminuzione, seppure lieve, degli ultimi anni. Secondo le statistiche relative al mese di dicembre 1998, il valore delle esportazioni e delle importazioni ammontava, rispettivamente, a 63,9 e 57,0 miliardi di ECU. In quel periodo, le esportazioni sono diminuite del 4,6 per cento, rispetto al dicembre 1997, continuando l'andamento decrescente già registrato a ottobre e novembre rispetto agli stessi mesi del 1997. Per il 1998 nel suo complesso, il valore delle esportazioni è aumentato solo del 3,7 per cento, una misura significativamente inferiore rispetto a quanto avvenuto nel 1997, quando esso registrò un incremento rispetto all'anno precedente del 13,8 per cento. Il rallentamento della crescita delle esportazioni riflette l'indebolimento della domanda estera e un certo peggioramento della competitività dell'area dell'euro,

**Tavola 4****Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni)**

	1997	1998	1997 2 trim.	1997 3 trim.	1997 4 trim.	1998 1 trim.	1998 2 trim.	1998 3 trim.	1998 4 trim.	1998 nov.	1998 dic.
<b>Esportazioni</b>											
Miliardi di ECU	762,1	790,4	191,7	193,5	206,6	194,0	203,9	194,5	198,1	65,8	63,9
Variazioni percentuali annue	13,8	3,7	15,4	19,0	13,4	13,9	6,4	0,5	-4,1	-0,8	-4,6
<b>Importazioni</b>											
Miliardi di ECU	673,3	707,5	167,8	166,6	180,3	180,5	178,7	170,3	177,9	59,3	57,0
Variazioni percentuali annue	13,4	5,1	13,9	18,2	14,2	13,8	6,5	2,2	-1,3	2,3	-3,0
<b>Saldo</b>											
Miliardi di ECU	88,8	83,0	23,9	26,9	26,3	13,4	25,2	24,4	20,2	6,5	6,9
Miliardi di ECU, cumulato <sup>1)</sup>	88,8	83,0	35,6	62,5	88,8	13,4	38,6	62,8	83,0	76,0	83,0

Fonte: Eurostat.

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

misurata dal tasso di cambio effettivo reale, nel corso del 1998. Per quanto riguarda il valore delle importazioni, esso ha registrato un calo del 3,0 per cento nel mese di dicembre 1998, rispetto al corrispondente periodo del 1997;

se, si considera l'intero anno, il tasso di crescita delle importazioni è sceso al 5,1 per cento nel 1998, dal 13,4 per cento del 1997. La diminuzione è stata sostenuta dal calo dei prezzi del petrolio e delle materie prime.

# Il ruolo degli indicatori economici di breve termine nell'analisi dell'andamento dei prezzi nell'area dell'euro

*In questo articolo si descrive l'utilizzo di indicatori di breve termine nella valutazione, effettuata con regolarità, dell'andamento dei prezzi. L'articolo rappresenta il seguito di quelli, concernenti la strategia di politica monetaria dell'Eurosistema e il ruolo, nell'ambito di quella, degli aggregati monetari, in precedenza pubblicati, rispettivamente, nei Bollettini di gennaio e febbraio. L'analisi degli indicatori di breve termine è un importante elemento del "secondo pilastro" della strategia di politica monetaria, vale a dire della "valutazione di ampio respiro delle prospettive per i prezzi, nell'insieme dell'area dell'euro, riguardante sia il loro andamento sia i rischi per la loro stabilità". Sebbene i dati sugli aggregati monetari, utilizzati nell'ambito del "primo pilastro", contengano informazioni di fondamentale importanza per la definizione dell'orientamento della politica monetaria più adeguato, per il "secondo pilastro" si riconosce la necessità di utilizzare informazioni aggiuntive provenienti da altre fonti. In questo modo, nell'ambito della valutazione di ampio respiro dell'andamento presente e futuro dei prezzi, l'analisi delle informazioni ricavabili dagli indicatori di natura finanziaria, dalle indagini sulle aspettative di inflazione e dalla valutazione di previsioni riguardo all'inflazione stessa trova valido complemento nel regolare esame di un ampio ventaglio di indicatori economici di breve periodo. Un'analisi di questo tipo non è, in alcun senso, "meccanica". Al contrario, le informazioni che essa consente di ricavare devono essere interpretate tenendo conto delle incertezze, nei comportamenti e nella struttura del sistema economico, che normalmente caratterizzano la relazione tra le variazioni nei prezzi al consumo e quelle di altre variabili macroeconomiche.*

## 1 La rilevanza degli indicatori di breve termine in una valutazione di ampio respiro dell'andamento dei prezzi

### La strategia di politica monetaria si basa su due "pilastri"

Come illustrato nell'articolo apparso sul numero dello scorso gennaio del Bollettino (*La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità*), il Consiglio direttivo della BCE ha definito la stabilità dei prezzi come un aumento sui 12 mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Secondo questa definizione, la stabilità dei prezzi deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine. Con riferimento a questo stesso orizzonte, l'inflazione è considerata un fenomeno monetario, condizionato dall'espansione degli aggregati monetari e controllabile attraverso la politica monetaria. Riflettendo tale considerazione, il Consiglio direttivo ha riconosciuto l'importanza di assegnare alla moneta un ruolo di primo piano nella strategia dell'Eurosistema, segnalandolo con l'annuncio di un valore di riferimento quantitativo per il tasso di crescita degli aggregati monetari come pilastro della sua strategia. La natura e il significato di questo "pilastro" sono stati spiegati in modo più dettagliato nel Bollettino dello scorso febbraio (nell'articolo intitolato *Gli aggregati monetari dell'area dell'euro e il loro ruolo nella strategia di politica monetaria dell'Eurosistema*). Lo stesso

articolo ha mostrato che l'andamento complessivo dei prezzi nell'area dell'euro è strettamente legato alle tendenze degli aggregati monetari su orizzonti temporali di lungo periodo. In particolare, la progressiva riduzione del tasso di inflazione, che ha caratterizzato gli anni ottanta e novanta, e l'effettivo raggiungimento della stabilità dei prezzi, negli ultimi due anni, sono fenomeni chiaramente riconducibili alla dinamica di lungo periodo degli aggregati monetari.

In aggiunta, un ruolo importante nella strategia di politica monetaria è svolto da una valutazione di ampio respiro delle prospettive per i prezzi nell'insieme dell'area dell'euro, riguardante sia il loro andamento sia i rischi per la loro stabilità; questa valutazione è un complemento di quella che riguarda la crescita degli aggregati monetari, in relazione al suo valore di riferimento. Alla moneta è pertanto assegnato un ruolo di primo piano, ma non esclusivo; nella sua valutazione di ampio respiro, il Consiglio direttivo analizza sistematicamente tutte le altre informazioni sulla situazione economica e finanziaria. Poiché i ritardi con cui le misure di politica monetaria si manifestano sui prezzi sono relativamente lunghi, la valutazione dell'andamento dei prezzi deve essere prospettica. L'analisi si basa su un ampio ventaglio di indicatori economici di breve termine,

di informazioni reperite sui mercati finanziari, di sondaggi sulle aspettative di inflazione e di previsioni di inflazione. Queste informazioni sono combinate in modo tale da fornire un quadro complessivo delle prospettive per i prezzi. Questo quadro, che rappresenta il dato di partenza per la formulazione dell'orientamento appropriato della politica monetaria, è aggiornato regolarmente e tempestivamente. Delle informazioni rese disponibili per le riunioni del Consiglio direttivo si da conto, con sistematicità, nel capitolo del Bollettino intitolato *Evoluzione economica nell'area dell'euro*. Il presente articolo è dedicato a un aspetto di questa analisi dell'andamento dei prezzi: l'utilizzo degli indicatori economici di breve termine.

### **La valutazione dell'andamento dei prezzi attraverso una vasta gamma di indicatori economici di breve termine**

Nel breve o medio termine, l'andamento dei prezzi non è influenzato solamente dall'evoluzione degli aggregati monetari, ma anche da una serie di fattori di natura non monetaria. Tenere sotto controllo con continuità e analizzare un ampio ventaglio di indicatori economici facilita l'identificazione delle forze che determinano il clima generale dei prezzi e, quindi, la distinzione tra fattori di natura temporanea, da un lato, e tendenze sottostanti dall'altro.

La prima categoria consiste di fenomeni la cui natura è in larga parte esogena, che tendono ad avere sul livello dei prezzi un effetto *una tantum*, ma che, tuttavia, possono innescare o rafforzare pressioni più durature: esempi di origine esterna sono le variazioni dei prezzi del petrolio e di altre materie prime; di origine interna sono le variazioni delle aliquote IVA. La seconda categoria riguarda le forze connesse alla dinamica intrinseca del sistema economico, nei suoi riflessi sulle condizioni di domanda e di offerta. Per ciò che concerne le condizioni di domanda, è necessaria una valutazione delle tendenze di consumi e investimenti, privati e pubblici, di importazioni ed esportazioni e delle loro rispettive determinanti. Per quanto riguarda, invece, le condizioni di offerta, si devono distinguere i due aspetti del processo produttivo, il lavoro e il capitale, nonché le misure di tensione nel mercato del lavoro e del grado di utilizzo del capitale.

La valutazione dell'andamento dei prezzi non consiste in una contabilizzazione meccanica delle variazioni dei prezzi attribuibili alle variazioni degli indicatori di breve termine ritenuti rilevanti, dal momento che gli effetti sui prezzi di determinati andamenti spesso dipendono da precise circostanze concomitanti. Per esempio, una modifica *una tantum* dell'imposizione indiretta, di per sé, può generare solo una variazione nel livello dei prezzi; tuttavia, l'impatto finale di una simile modifica è strettamente dipendente dalle condizioni generali prevalenti nel sistema economico: queste determinano, in buona sostanza, la misura della traslazione sui consumatori e la reazione di altri soggetti economici a tale variazione e quindi, in definitiva, la probabilità di effetti indiretti. Se, per esempio, viene aumentata l'IVA in un momento in cui, nel suo insieme, la domanda nel sistema economico è sostenuta e stanno emergendo tensioni nel mercato del lavoro, c'è una maggiore probabilità che l'aumento di aliquota si trasferisca sui prezzi rapidamente. Inoltre, gli aumenti dei prezzi, a loro volta, possono successivamente essere incorporati in richieste salariali, scatenando o rafforzando un processo inflazionistico al quale la politica monetaria dovrà fare fronte. Considerazioni simili si possono fare con riguardo ad altri fattori (come per esempio i prezzi all'importazione) che influenzano l'andamento dei prezzi in un orizzonte temporale di breve termine e danno luogo a differenti dinamiche a seconda delle circostanze in cui avvengono.

L'analisi dettagliata e la valutazione dell'andamento dei prezzi costituiscono una prassi consolidata per tutte le banche centrali. Ciò nonostante, l'introduzione dell'euro rende più complessi questi compiti, perché può produrre – o sta forse già producendo – cambiamenti nei comportamenti e nelle istituzioni. Il più ovvio tra questi, nell'area dell'euro, è probabilmente dato dalla modifica del peso relativo degli andamenti di carattere internazionale rispetto a quelli di origine interna. Inoltre, a parte le maggiori pressioni competitive all'interno dell'area dell'euro in seguito all'introduzione della moneta unica, la globalizzazione potrebbe costituire un ulteriore fattore che influenza la relazione tra i prezzi e le loro determinanti. Problemi aggiuntivi di natura in qualche modo differente sono causati dal fatto che, sebbene si possa ritenere generalmente sufficiente la copertura statistica degli indicatori di breve termine disponibili per l'area



dell'euro nel suo complesso, nondimeno essa risulta, in un certo numero di casi, inferiore a quella disponibile nei singoli paesi.

In linea generale, la valutazione dell'andamento presente e futuro dei prezzi nell'area dell'euro è soggetta a considerevole incertezza. Questo significa che occorre procedere oculatamente, impiegando un ventaglio di indicatori più vasto possibile.

Lo scopo è quello di produrre una valutazione delle prospettive future dei prezzi, mettendo insieme un quadro generale che tenga conto dell'evoluzione degli aggregati monetari, delle informazioni provenienti dal mercato finanziario, delle previsioni sull'inflazione e dei risultati di sondaggi, unitamente a un esame approfondito dell'andamento dei prezzi sulla base degli indicatori economici di breve termine disponibili.

## 2 Gli indicatori dei prezzi nell'area dell'euro

### L'analisi si incentra sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo

L'analisi dell'andamento dei prezzi richiede, in primo luogo, una misura dei prezzi che sia affidabile tanto sul piano concettuale quanto su quello statistico. Per scopi di politica monetaria, l'Eurosistema ha deciso di incentrare l'analisi sull'andamento complessivo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro. Sul piano concettuale, l'utilizzo di un indice di prezzi al con-

sumo si giustifica con il fatto che i beni e i servizi al consumo si collocano, nel sistema economico, al termine del processo produttivo. I prezzi di tutti gli altri beni e servizi – compresi, per esempio, quelli di investimento – hanno natura intermedia e la loro evoluzione sarà uno dei fattori che determina l'andamento dei prezzi al consumo. Un indice dei prezzi al consumo, perciò, può essere considerato riassuntivo di tutti gli andamenti inflazionistici e deflazionistici di un sistema economico. Questo è coerente con l'attenzione che

#### Riquadro I

##### L'indice armonizzato dei prezzi al consumo

Il Consiglio direttivo della BCE ha definito la stabilità dei prezzi, per l'area dell'euro, in termini di indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Questo indice era stato inizialmente creato per la valutazione della convergenza dei prezzi nella Seconda fase dell'Unione economica e monetaria; in larga misura esso risulta, pertanto, armonizzato tra i vari paesi dell'area dell'euro, per quanto riguarda la copertura, le procedure di correzione per tenere conto di variazioni nella qualità dei beni e numerosi dettagli tecnici. Un maggior grado di armonizzazione e un ampliamento della copertura dell'indice, per includere ad esempio la spesa per l'istruzione e per i servizi sanitari, sono previsti nei prossimi due anni. Tuttavia, si ritiene che l'attendibilità, la tempestività e confrontabilità delle serie disponibili siano già sufficienti affinché la BCE possa compiere le proprie analisi a fini di politica monetaria. L'Eurostat pubblica i dati relativi allo IAPC su base mensile, con un ritardo di circa tre settimane dalla fine del mese di riferimento. Sono attualmente disponibili i dati relativi al 1995 e agli anni successivi. In alcuni paesi, si stanno predisponendo i dati relativi a periodi precedenti.

In aggiunta all'indice armonizzato generale, l'Eurostat pubblica i dati per le sue 77 diverse componenti, che comprendono i prezzi di specifiche tipologie di prodotti e servizi (per esempio pesce, veicoli di seconda mano e servizi bancari) e che sono raggruppate in sotto-indici con un maggiore grado di aggregazione (per esempio prodotti alimentari, prodotti e servizi industriali). Nel suo Bollettino mensile, la BCE attualmente si concentra sui dati relativi allo IAPC generale e alle cinque principali componenti (cfr. tavola).

Le cinque sotto-componenti dello IAPC hanno andamenti differenti (cfr. figura). I prezzi dei prodotti alimentari non trasformati (per esempio carne, frutta e verdura) e, ancor più, i prezzi energetici (per esempio elettricità, benzina e altri combustibili) hanno mostrato un elevato grado di variabilità. La variabilità dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati è strettamente legata a fattori stagionali e a cambiamenti inattesi delle condizioni meteorologiche. I prezzi energetici sono in larga parte determinati dal prezzo del



petrolio sui mercati mondiali, che può essere, in determinate circostanze, estremamente variabile. Per contro, variazioni nei prezzi dei prodotti alimentari trasformati (per esempio pane, bevande e tabacco), dei prodotti industriali non energetici (per esempio scarpe, automobili e computer) e dei servizi (per esempio canoni di locazione, spese di viaggio e di trasporto) hanno mostrato un andamento abbastanza costante nel tempo. L'evoluzione dei prezzi dei servizi è influenzata in misura più limitata dalle condizioni atmosferiche o dall'andamento del mercato mondiale, mentre è condizionata maggiormente, rispetto a quella di altri prezzi, dal costo del lavoro e del capitale, piuttosto che da costi di input intermedi. I prezzi dei servizi, pertanto, tendono a mostrare un grado relativamente basso di variabilità nel breve termine.

### Pesi delle principali componenti dello IACP per l'area dell'euro

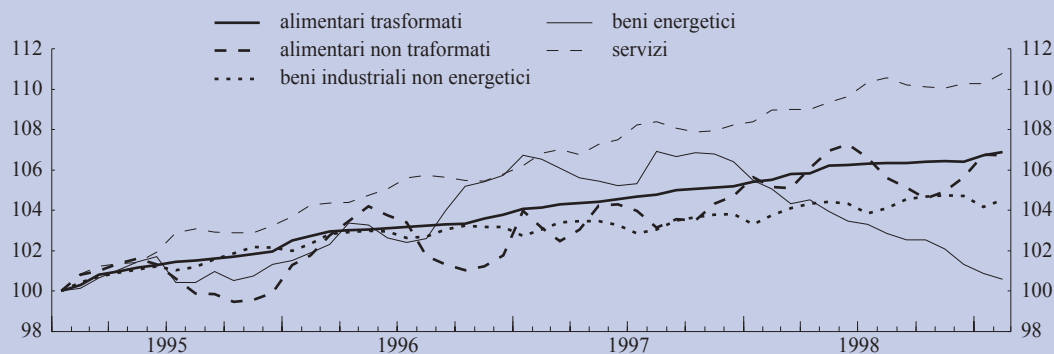
	Pesi per il 1999, basati sulla spesa per consumi, in percentuale
Alimentari trasformati	13,4
Alimentari non trasformati	9,0
Beni industriali non energetici	32,5
Beni energetici	8,8
Servizi	36,3

Fonte: Eurostat.

Lo IACP include numerosi prezzi di beni e servizi forniti da enti pubblici, solo parzialmente determinati dal mercato. La fissazione dei prezzi, in questi casi, avviene spesso per via amministrativa; essa è basata su considerazioni di costo o di altra natura, e non riflette in modo significativo i cambiamenti della domanda. Le modifiche a tali prezzi amministrati sono spesso note con un anticipo che può raggiungere l'anno, e ciò rende possibile una stima anticipata del loro impatto sullo IACP. L'importanza dei prezzi interamente o parzialmente amministrati varia nei diversi paesi dell'area dell'euro; spesso, essi si riferiscono a elettricità, acqua e servizi postali. La privatizzazione delle imprese statali (per esempio nel settore delle telecomunicazioni e del trasporto pubblico) ha recentemente diminuito la rilevanza, in percentuale sullo IACP generale, dei prezzi amministrati, e la crescente concorrenza che caratterizza questi settori darà origine, probabilmente, a un comportamento in qualche misura diverso dei prezzi delle sotto-componenti che li comprendono.

### Principali componenti dello IACP nell'area dell'euro

(indice: gennaio 1995 = 100; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

A fini di analisi, può essere utile costruire diverse versioni dello IACP, escludendo dall'indice generale alcuni elementi più variabili o i prezzi amministrati. Per esempio, nel numero dello scorso marzo del Bollettino mensile è stato presentato l'andamento dello IACP depurato dei prezzi energetici. Tuttavia, questi indici parziali non devono essere interpretati come indicativi di ciò che la BCE intende per inflazione "sottostante" o "intrinseca"; peraltro, di tali concetti non esiste una definizione generalmente condivisa.

generalmente i prezzi al consumo ricevono. Ciò detto, la scelta dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, per l'area dell'euro, può essere spiegata dal fatto che esso è il solo che soddisfi una serie di requisiti statistici: elevato grado di armonizzazione, sufficiente copertura e tempestiva disponibilità (cfr. il riquadro 1 per ulteriori dettagli sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo e delle sue principali sotto-categorie).

Da due anni l'effettivo andamento dello IAPC è in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi, fissato dal Consiglio direttivo della BCE. Nella situazione attuale, l'analisi dell'evoluzione dei prezzi è, pertanto, principalmente volta a comprendere se sia possibile il mantenimento di tali condizioni di stabilità nel futuro. È doveroso notare che la definizione di stabilità dei prezzi è "simmetrica". In altri termini, né una situazione di crescita dei prezzi al consumo costantemente superiore al 2 per cento, né una di costante declino sono coerenti con tale definizione. Un limite inferiore preciso, tuttavia, non è stato fornito, soprattutto perché non si hanno certezze in merito all'esistenza e alle dimensioni delle "distorsioni di misurazione" nello IAPC, derivanti, tra l'altro, dal fatto che la misurazione dei prezzi non tiene conto dei miglioramenti della qualità dei prodotti. Ciò nonostante sembra probabile che, grazie a migliori tecniche di raccolta dei dati e di compilazione delle statistiche, le distorsioni presenti nello IAPC siano più limitate, per esempio, di quelle stimate per gli Stati Uniti (nel "Rapporto Boskin"). Finora, non esistono valutazioni affidabili delle distorsioni di misurazione per l'area dell'euro. Tuttavia, si ritiene che esse conducano a una leggera sovrastima dell'effettivo incremento dello IAPC.

### Altri indicatori dei prezzi

Nell'analisi dell'evoluzione dei prezzi, in aggiunta all'indice armonizzato dei prezzi al consumo si pone attenzione anche ad altri indicatori di prezzo, in particolare a quelli che caratterizzano le prime fasi della catena produttiva e a quelli all'importazione (considerati nel successivo paragrafo 3). Questi altri indicatori dei prezzi rivelano, per esempio, se gli aumenti sono causati da incrementi della domanda o da strozzature nell'offerta. Tuttavia, non vi è necessariamente una relazione costante e chiara tra questi prezzi e l'indice dei prezzi al consumo. Un indicatore che si utilizza frequentemente nell'analisi

delle tendenze dei prezzi è l'indice dei prezzi alla produzione. Esso si riferisce ai prezzi dei beni trasformati in ciascuno stadio del processo produttivo precedente l'acquisto da parte del consumatore finale. I prezzi alla produzione sono, come quelli al consumo, determinati da un'ampia gamma di fattori, che comprende il costo dei beni intermedi, del lavoro, del capitale; inoltre, i costi di produzione sono influenzati dall'andamento della produttività.

Poiché l'ammontare complessivo della spesa per consumi è per meno di metà riferito a prodotti della trasformazione industriale (industria manifatturiera), non ci sono a priori ragioni per attendersi che, periodo per periodo, prevalga una relazione piuttosto stretta tra i prezzi al consumo e quelli alla produzione. In effetti, pur condividendo una tendenza di fondo al ribasso durante gli anni novanta, l'andamento effettivo dei due indici si è differenziato in maniera considerevole (cfr. fig. 1).

**Figura 1**

### Prezzi al consumo e prezzi alla produzione dei beni industriali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: elaborazioni BCE basate su dati nazionali non armonizzati ed Eurostat.

Esistono numerosi fattori che indeboliscono la relazione tra i due indici di prezzo. In primo luogo, i prezzi alla produzione si riferiscono ai soli manufatti, mentre i prezzi al consumo includono anche i servizi; inoltre, la composizione dei panieri di beni è alquanto differente per i due indici. In secondo luogo, una variazione nei prezzi alla produzione potrebbe non trasferirsi sui prezzi al consumo, in seguito ad aggiustamenti dei margini di profitto dei grossisti e dei dettaglianti, che tengono conto, per esempio,

di fattori ciclici o di pressioni competitive. Infine, l'imposizione indiretta e le agevolazioni sono considerate nella rilevazione dei prezzi al consumo ma non in quella dei prezzi alla produzione. Tutto ciò sottolinea la necessità di evitare interpretazioni semplicistiche ed eccessivamente ristrette dell'evoluzione dei prezzi: sebbene alcuni indicatori possano suggerire andamenti in una certa direzione, la loro influenza sui prezzi può essere completamente annullata da altri fattori.

### 3 Gli indicatori di breve termine più importanti per l'analisi dell'evoluzione dei prezzi

Come affermato in precedenza, l'analisi continua degli indicatori di breve termine rappresenta una parte importante della valutazione complessiva dell'evoluzione dei prezzi. È doveroso sottolineare che, nella prassi, la relazione tra l'andamento dei rispettivi indicatori e quello dei prezzi non è diretta. Al contrario, la valutazione delle tendenze dei prezzi comporta l'inserimento di informazioni derivanti da indicatori anche in potenziale conflitto tra loro all'interno di un quadro complessivo, in modo da fornire una visione coerente del clima generale dei prezzi. Sebbene gli indicatori citati di seguito siano ben lontani dal rappresentare in modo esaustivo l'insieme dei fattori che agiscono sull'andamento dei prezzi, il loro esame fornisce un'idea del tipo di analisi richiesta.

#### Indicatori dell'eccesso di domanda o di offerta

Sul piano teorico, la misura più adeguata delle condizioni complessive di domanda e di offerta è fornita dalla differenza tra il livello effettivo e quello potenziale del prodotto di un sistema economico, indicata dall'espressione *output gap*. Il tasso di crescita del prodotto potenziale può essere definito come quello che è sostenibile nel medio termine. Il suo andamento è determinato dalla crescita dello stock di capitale e dell'offerta di lavoro e dal tasso di crescita della produttività. Se la crescita effettiva del prodotto è superiore a quella potenziale, si può generare un *output gap* positivo, che potrebbe indurre pressioni inflazionistiche.

Accade, invece, l'opposto, nel caso di un tasso di crescita inferiore a quello potenziale. Si ritiene che queste pressioni inflazionistiche si rafforzino all'aumentare dell'*output gap*.

L'*output gap* non può essere considerato una misura sintetica, in grado di fornire da sola una guida alle decisioni di politica monetaria. Anche se, sul piano teorico, si tratta di un concetto semplice, esistono numerose ragioni per le quali, nella prassi, esso può essere utilizzato, al massimo, come indicatore complementare nella valutazione dell'evoluzione dei prezzi. Una delle ragioni più importanti è che il livello del prodotto potenziale in un sistema economico e, di conseguenza, le dimensioni dell'*output gap*, non possono essere misurati con il necessario grado di precisione; sono tuttora aperte la discussione e la ricerca, miranti a soppesare i pro e i contro delle differenti definizioni concettuali di prodotto potenziale e delle diverse tecniche di misurazione. Inoltre, il livello di pressione inflazionistica, corrispondente a un determinato *output gap*, potrebbe variare a seconda che il fattore limitante sia costituito dal lavoro o dal capitale.

Tuttavia, mentre le stime del livello dell'*output gap*, effettuate da diverse istituzioni differiscono tra loro in maniera significativa, esiste maggiore uniformità quando se ne considerino le variazioni. Dato questo insieme di difficoltà a livello metodologico e pratico, l'Eurosistema ha ipotizzato un tasso di crescita nel medio termine del PIL reale per l'area dell'euro pari al 2-2½ per cento annuo, che è altresì in linea con le stime

effettuate dalla maggior parte delle organizzazioni internazionali. Un confronto della crescita effettiva del PIL con quella ipotizzata mostra che, in media, dall'inizio degli anni novanta, il sistema economico dell'area dell'euro sta crescendo in misura leggermente inferiore al potenziale. Negli ultimi due anni si è tuttavia registrato un periodo di crescita superiore alla media; ciò comporta una riduzione del livello di capacità produttiva in eccesso. Mentre questo fatto indica la possibilità che si generino pressioni inflazionistiche, seppure modeste, le proiezioni attuali fanno prevedere per il 1999 una crescita effettiva del PIL inferiore a quella dell'anno precedente.

Si noti che il concetto di crescita potenziale del PIL riveste un ruolo analogo nell'ambito del "primo pilastro" della strategia monetaria dell'Eurosistema. Il tasso di crescita del medio-lungo termine e la definizione di stabilità dei prezzi dell'Eurosistema, unitamente al trend nella velocità di circolazione della moneta, determinano, infatti, il valore di riferimento del tasso di crescita degli aggregati monetari, come spiegato nel Bollettino del febbraio scorso.

### Indicatori dell'andamento della produzione e della domanda

Un'analisi dell'andamento della produzione per settore e delle principali componenti della domanda fornisce informazioni aggiuntive sull'evoluzione del sistema economico e dei suoi possibili riflessi sul clima generale dei prezzi.

Per quanto concerne l'analisi della produzione per settore, una componente rilevante è costituita dalla produzione industriale. Sebbene sia pari a non più di un terzo della produzione totale, essa risulta la componente con maggiore variabilità ciclica (cfr. fig. 2); i dati a essa relativi sono disponibili con cadenza mensile, con un ritardo relativamente breve. Altri indicatori dell'andamento del settore industriale si possono ricavare da sondaggi riguardanti il clima di fiducia delle imprese industriali, come quelli predisposti dalla Commissione europea, che sono disponibili con un ritardo ancora più breve e che presentano una correlazione stretta con il livello effettivo della produzione industriale. Queste informazioni facilitano una tempestiva

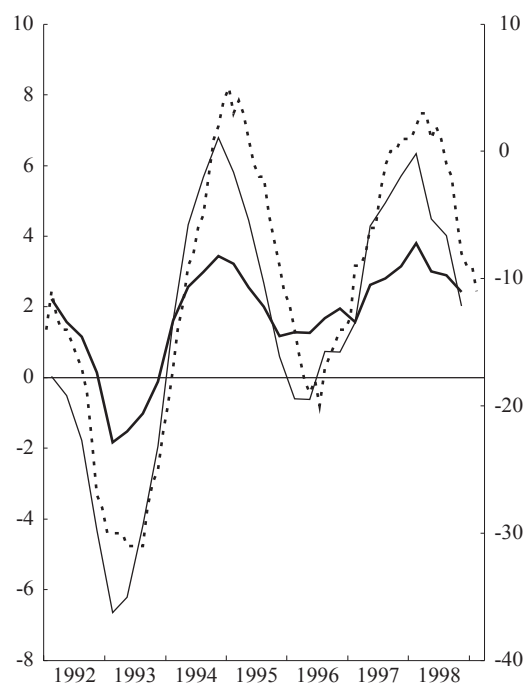
identificazione della direzione e dell'intensità di variazioni nell'attività e, per questa via, delle pressioni inflazionistiche.

Tuttavia, la produzione industriale si riferisce in larga misura a beni scambiati internazionalmente; i prezzi di questo comparto sono stabiliti sui mercati mondiali piuttosto che in funzione di fattori interni, e seguono una dinamica che potrebbe apparire disgiunta da quella di altre componenti del prodotto. Durante il 1998 i prezzi alla produzione hanno subito un netto calo, conseguentemente alla notevole discesa dei prezzi energetici e delle materie prime e all'intensificarsi della concorrenza a livello internazionale; il settore delle costruzioni, che rappresenta il 15 per cento della produzione industriale

**Figura 2**  
**Crescita del PIL a prezzi costanti, produzione industriale e clima di fiducia delle imprese nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, saldi percentuali mensili per il clima di fiducia delle imprese; dati trimestrali negli altri casi)

- PIL a prezzi costanti (scala di sinistra)
- produzione industriale <sup>1)</sup> (scala di sinistra)
- clima di fiducia delle imprese (scala di destra)



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
 1) Medie trimestrali di dati mensili.

complessiva nell'area dell'euro, ha andamenti che è verosimile siano diversi, in quanto riflesso di condizioni di domanda e di costo determinate principalmente da fattori interni all'area.

L'andamento della domanda nel settore dei servizi è anch'esso probabilmente determinato in modo preponderante da fattori interni, ed è ragionevole attendersi che esso fornisca indicazioni più chiare sul concomitante andamento dei prezzi, perché, più verosimilmente, la crescita della domanda si ripercuote sia sui prezzi, sia sulla produzione. In generale, tuttavia, la disponibilità di dati per il settore dei servizi è meno soddisfacente di quella relativa al settore industriale. Nel complesso, le recenti dinamiche settoriali, caratterizzate da un rallentamento nella crescita della produzione industriale a partire dalla metà del 1998 e, per converso, da un'espansione sostenuta nel settore dei servizi, forniscono un esempio della possibilità che permangano, protratte nel tempo, difformità tra i vari settori che si riflettono in andamenti differenziati dei prezzi.

Passando all'esame delle principali componenti della domanda aggregata, i consumi del settore privato, che rappresentano circa il 60 per cento del totale del PIL dell'area dell'euro, sono una determinante fondamentale della crescita economica complessiva (cfr. fig 3). I consumi sono in larga parte determinati dai redditi reali delle famiglie. Da questo punto di vista si può rilevare che i salari pro capite esercitano un'influenza sui prezzi al consumo non solo per il loro effetto sul costo del lavoro e sui prezzi alla produzione, ma anche in quanto costituiscono reddito disponibile e potenziale domanda. La ricchezza finanziaria è un secondo fattore che è verosimile influenzi i consumi privati. I suoi effetti diretti sui consumi sono tuttavia considerati di limitata importanza per l'area dell'euro, sebbene un incremento dei prezzi delle abitazioni e dei titoli azionari possa avere alcuni effetti indiretti attraverso il suo impatto sul clima di fiducia. La figura 3 mostra anche, tuttavia, che la relazione tra il clima di fiducia dei consumatori e i consumi è in qualche misura più debole di quella esistente tra il clima di fiducia delle imprese industriali e la produzione.

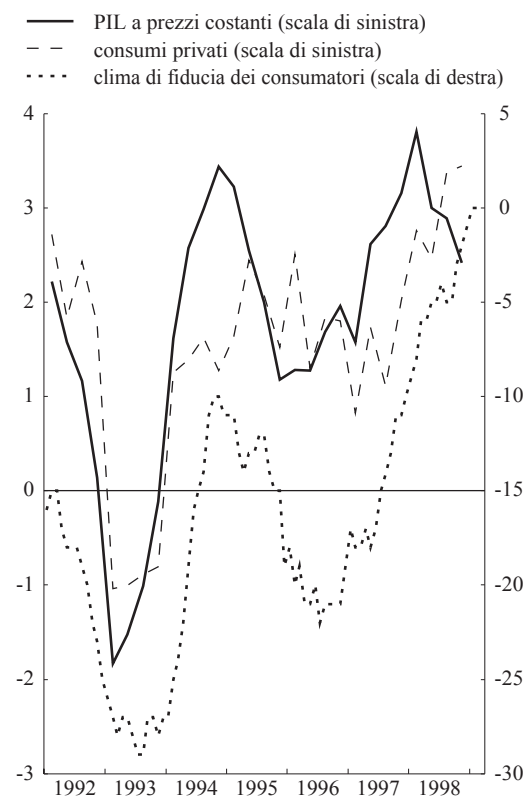
I consumi del settore pubblico, che rappresentano il 15 per cento del PIL nell'area dell'euro, sono largamente determinati da salari e stipendi,

in termini reali, pagati agli addetti del settore, e dalle spese militari e non danno luogo, generalmente, a fluttuazioni accentuate della domanda aggregata; la politica fiscale discrezionale può comunque influenzare la posizione ciclica del sistema economico. Più rilevante è l'effetto positivo che, nel medio e lungo termine, una politica fiscale ritenuta sostenibile può esercitare sul clima di fiducia dei consumatori e delle imprese industriali. La maggiore variabilità del PIL rispetto ai consumi è legata all'andamento degli investimenti, della variazione delle scorte e delle esportazioni nette. L'analisi dell'evoluzione degli investimenti è importante non solo per misurare le potenziali pressioni inflazionistiche generate dalle dinamiche cicliche della domanda aggregata, ma anche perché gli investimenti hanno effetti rilevanti, nel sistema economico, sul lato dell'offerta. Sebbene la variazione delle scorte

**Figura 3**

**Crescita del PIL a prezzi costanti, consumi privati e clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro**

*(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, saldi percentuali mensili per il clima di fiducia dei consumatori; dati trimestrali negli altri casi)*



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

rappresenti una componente esigua della domanda, il suo contributo alla crescita può essere nel breve termine considerevole e può avere un ruolo non secondario nella spiegazione della dinamica di breve termine del PIL: la variazione delle scorte può facilmente contribuire per più dell'1 per cento alla variazione annuale del PIL; si deve però tenere in considerazione il fatto che l'affidabilità dei dati di contabilità nazionale relativi alle scorte è spesso discutibile.

### Indicatori dell'andamento dell'offerta

Come già notato, le pressioni inflazionistiche tendono a intensificarsi quando la domanda e la produzione eccedono la capacità produttiva potenziale del sistema economico. Le dinamiche che si manifestano sul mercato del lavoro e il grado di utilizzo della capacità produttiva forniscono un'indicazione di massima della scarsità dell'offerta in relazione alla domanda, mettendo in evidenza potenziali pressioni inflazionistiche sui costi dei fattori produttivi e sui prezzi alla produzione; allo stesso tempo, forniscono elementi per spiegare, rispettivamente, il comportamento dei salari e dei profitti. Ciò sottolinea il duplice ruolo di alcuni indicatori nella spiegazione dell'andamento dei prezzi, sia tramite il canale della domanda e del reddito, sia tramite quello dei costi.

Il tasso di disoccupazione è probabilmente l'indicatore più importante dell'andamento del mercato del lavoro, sebbene non possa riepilogarne in modo accurato tutte le caratteristiche. Una sua riduzione corrisponde al ridursi dell'eccesso di offerta di lavoro e, pertanto, migliora la posizione contrattuale degli occupati. Anche se le dinamiche della disoccupazione e dell'occupazione sono chiaramente correlate (cfr. fig. 4), variazioni del tasso di disoccupazione non necessariamente corrispondono a mutamenti del tasso di occupazione. Dalla metà del 1997 l'occupazione complessiva ha manifestato, infatti, una considerevole ripresa, con tassi annui di incremento nettamente superiori all'1 per cento (che corrisponde a 2,2 milioni di persone), mentre, nello stesso periodo, il tasso di disoccupazione ha subito un calo complessivo dell'1 per cento (pari a 1,4 milioni di persone), dopo essersi mantenuto stabile, in linea di massima, durante i diciotto mesi precedenti. La differenza, corrispondente a circa

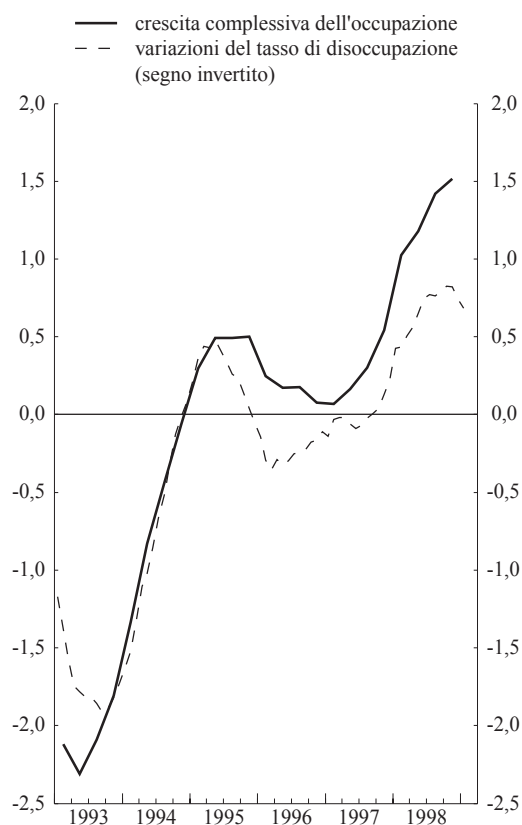
800.000 persone, può essere collegata alla crescente tendenza da parte di persone precedentemente inattive a entrare o rientrare nelle forze di lavoro, incrementando così la componente non occupata dell'offerta di lavoro.

Esiste, inoltre, un problema in termini di affidabilità dei dati sulla disoccupazione come misure riassuntive del grado di tensione nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione per l'area dell'euro nel suo complesso, pubblicato dall'Eurostat, è calcolato secondo le definizioni dell'ILO e tiene conto degli individui senza lavoro ma attivamente in cerca di un impiego; esso è una misura tanto più significativa delle tensioni presenti nel mercato del lavoro e del potere contrattuale dei salariati quanto più è elevato il numero dei disoccupati che hanno abilità e qualifiche di interesse per i potenziali datori di lavoro.

**Figura 4**

#### Crescita dell'occupazione e variazioni del tasso di disoccupazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; variazioni del tasso di disoccupazione in punti percentuali; dati trimestrali per l'occupazione, mensili per la disoccupazione)



Fonti: elaborazioni BCE (basate sui dati nazionali non armonizzati disponibili) ed Eurostat.



Tuttavia, l'elevata quota di disoccupati che restano tali per lungo tempo suggerisce, per esempio, che molte persone in cerca di lavoro potrebbero non possedere le abilità richieste per ricoprire i posti disponibili. Questo "squilibrio" nel mercato del lavoro può anche manifestarsi, in parte, nella compresenza di disoccupazione e di posti disponibili. Tuttavia, ciò dipende dal grado di flessibilità del livello e della struttura dei salari.

Pertanto, un elevato tasso di disoccupazione non indica, di per sé, una pressione verso il basso sui salari. Per ragioni legate alle specifiche caratteristiche istituzionali e regolamentari proprie dei singoli mercati del lavoro, una parte cospicua della disoccupazione rilevata è di natura strutturale; in effetti, diverse stime indicano che la disoccupazione strutturale costituisce la parte più rilevante della disoccupazione complessiva nell'area dell'euro. Come conseguenza di ciò, può ben darsi il caso che le pressioni salariali verso l'alto e verso il basso siano segnalate in modo più significativo dalle variazioni nell'occupazione e nella disoccupazione, piuttosto che dal loro livello. Nella misura in cui a un calo della disoccupazione complessiva, come rilevato nello scorso anno, non corrisponda una riduzione di pari ammontare della disoccupazione strutturale, le tensioni nel mercato del lavoro aumentano e cresce la possibilità che si verifichino pressioni salariali. Ciò suggerisce che riforme che investano tutti i vari aspetti del mercato del lavoro, finalizzate all'incremento della flessibilità e al superamento delle rigidità, contribuiscono sia a favorire l'ingresso dei disoccupati sul mercato del lavoro sia ad arginare la pressione salariale.

Che gli aumenti salariali costituiscano una minaccia diretta alla stabilità dei costi e dei prezzi dipende in larga parte dal correlato andamento della produttività. Aumenti salariali in eccesso rispetto alla crescita della produttività inducono un incremento del costo del lavoro per unità di prodotto. In questo contesto, è d'obbligo considerare il fatto che, lungo il ciclo economico, la dinamica della produttività non è generalmente sincronizzata con le richieste salariali. Nelle fasi iniziali di una ripresa, la produttività tende a migliorare nettamente, mentre gli aumenti salariali sono ancora moderati, come conseguenza della maggiore disoccupazione che segue una recessione; il contrario avviene nella fasi finali. Questo fenomeno amplifica le oscil-

lazioni cicliche del costo del lavoro per unità di prodotto, che si riflettono in variazioni dei prezzi alla produzione nella misura in cui i margini di profitto non si modificano per compensarle.

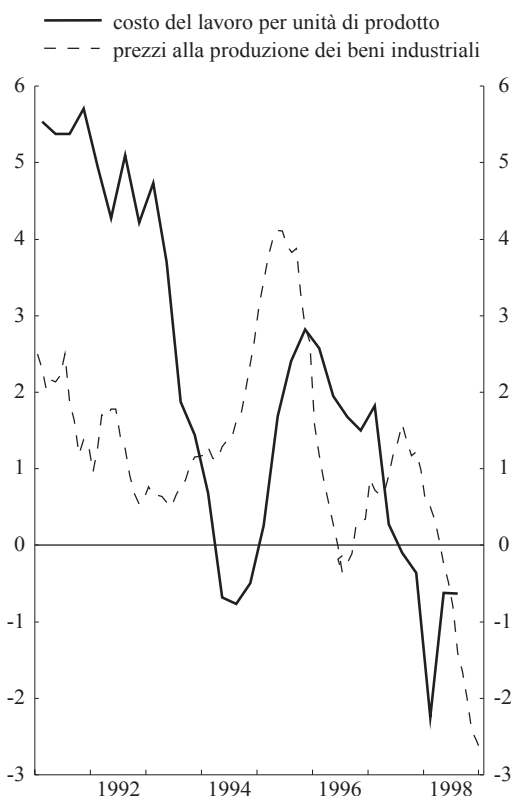
Si dovrebbe, tuttavia, notare che i salari sono solo una componente dei costi totali e che possono influenzare i prezzi alla produzione in misura differenziata e con un ritardo variabile. Questo è particolarmente evidente se si osserva la debole relazione che emerge dalla figura 5. A seconda dell'andamento dei prezzi delle materie prime, per esempio, un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto potrebbe non riflettersi in una pressione verso l'alto sui prezzi alla produzione.

Gli incrementi dei costi marginali alla produzione e la conseguente pressione sui prezzi possono altresì essere segnalati da un aumento del grado di utilizzo della capacità produttiva, dato che questo

**Figura 5**

**Costi unitari del lavoro e prezzi alla produzione dei beni industriali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, dati trimestrali; dati mensili per i prezzi alla produzione)



Fonti: elaborazioni BCE (basate sui dati nazionali non armonizzati disponibili) ed Eurostat.

implica un uso più intensivo delle attrezzature e dei macchinari, con conseguenti maggiori costi di manutenzione e di lavoro straordinario (cfr. fig. 6). Questo tipo di analisi suggerisce l'esistenza di un tasso "normale" di utilizzo, abbastanza stabile nel tempo. Se esso viene superato, si generano pressioni inflazionistiche. Tuttavia questa relazione può risultare alquanto debole, mentre altri fattori rivestono un ruolo più rilevante nella dinamica dei prezzi alla produzione, come è accaduto dalla metà del 1997.

Un utilizzo crescente della capacità produttiva riflette anche una ripresa della domanda e della produzione relativamente alla capacità disponibile e, a seconda della struttura del mercato in cui operano le singole imprese, può permettere un aumento dei margini di profitto. Ovviamente, i profitti sono un fattore importante nel finanziamento degli investimenti, che, a loro volta, sono necessari per allentare le tensioni implicite in elevati tassi di utilizzo della capacità produttiva.

### Altri fattori

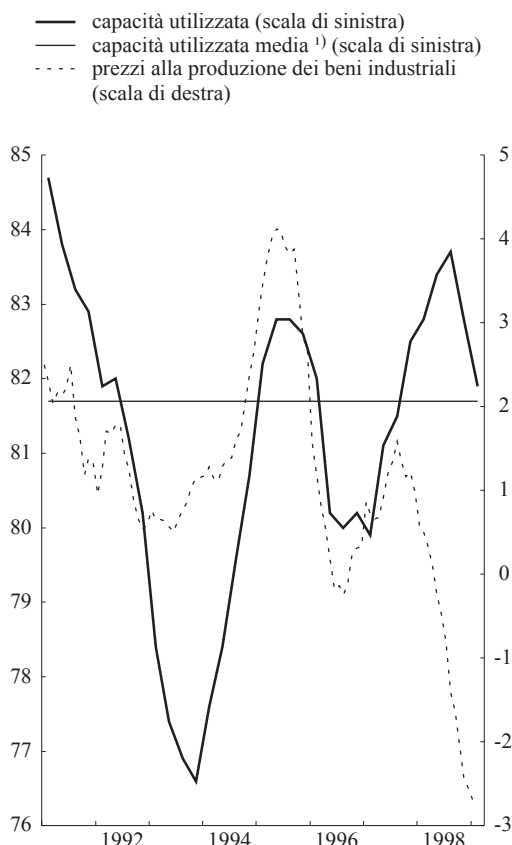
Ulteriori informazioni sulle pressioni inflazionistiche possono essere ricavate da vari altri indicatori. Tra questi, rivestono un ruolo rilevante gli andamenti economici esterni all'area dell'euro: l'attività economica nel resto del mondo condiziona le esportazioni dell'area dell'euro ed è pertanto un aspetto importante da considerare nella valutazione della domanda totale; fattori di origine esterna possono tuttavia influenzare anche più direttamente i prezzi al consumo.

L'andamento dei prezzi in euro dei prodotti importati riflette sia quello dei prezzi in valuta estera praticati dai produttori esterni all'area, sia le oscillazioni dei tassi di cambio dell'euro. Una variazione nei prezzi all'importazione si trasmette ai prezzi al consumo, direttamente e indirettamente. Alcuni prodotti importati (per esempio, caffè e petrolio) devono subire trasformazioni minime prima di essere consumati e hanno perciò un impatto pressoché immediato sui prezzi al consumo (in proporzione al loro peso nello IAPC). Inoltre, come già notato, i prezzi all'importazione possono altresì influenzare i costi e i prezzi nelle prime fasi della produzione, vale a dire a livello dei prezzi alla produzione, e riflettersi successivamente anche su quelli al consumo.

**Figura 6**

### Utilizzo della capacità produttiva e prezzi alla produzione dei beni industriali nell'area dell'euro

(in percentuale, variazioni percentuali sul periodo corrispondente per prezzi alla produzione; dati trimestrali, mensili per i prezzi alla produzione)



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

1) Capacità utilizzata media per il periodo dal 1985.

Un apprezzamento del tasso di cambio tende a ridurre l'impatto di un dato incremento dei prezzi in valuta praticati dai produttori esteri sulla crescita dei prezzi al consumo interni. L'influenza delle variazioni del tasso di cambio sui prezzi all'importazione è, tuttavia, altrettanto complessa. Dipende, tra l'altro, dalla struttura del mercato, dal comportamento dei prezzi nei settori industriali interessati e dalla percezione che le imprese hanno della natura temporanea o permanente delle variazioni stesse. Per esempio, se gli importatori considerano temporanea una variazione del tasso di cambio, essi possono astenersi dal mutare i prezzi, tenendo conto delle pressioni competitive e dei costi di aggiustamento.



Gli effetti delle oscillazioni dei tassi di cambio sui prezzi all'importazione possono altresì variare a seconda della categoria cui appartengono i beni importati: i prodotti primari i cui prezzi sul mercato mondiale sono ben definiti e quotati in valuta estera (per esempio il petrolio), formano un gruppo omogeneo per il quale si può prevedere un impatto relativamente rapido e completo; nel caso di prodotti eterogenei come quelli della trasformazione industriale, tuttavia, l'impatto è condizionato dalle caratteristiche della domanda interna e dal livello di concorrenza nei settori interni corrispondenti. Può perciò rivelarsi lento e incompleto, anche quando considerato in un orizzonte di medio termine. Le variazioni dei prezzi sui mercati mondiali non controbilanciate da oscillazioni dei tassi di cambio hanno effetti anche sulla posizione competitiva, che, a sua volta, influenza le esportazioni nette e le caratteristiche della domanda aggregata.

Come già indicato, la rilevanza dei fattori esterni per l'andamento dei prezzi al consumo è stata evidente negli ultimi anni. Il significativo calo dei prezzi delle materie prime, espressi in valuta estera, fin dall'inizio del 1997 è stato parzialmente bilanciato da un deprezzamento del tasso di cambio durante la maggior parte dello stesso anno. Ne è risultato che i prezzi delle materie prime espressi in ECU sono calati in misura minore rispetto ai quelli espressi in dollari statunitensi nel 1997 (cfr. fig. 7). Per contro, nel corso del 1998 la continua discesa dei corsi in dollari delle materie prime è stata rafforzata da un apprezzamento del tasso di cambio. Di conseguenza, nell'anno appena trascorso i prezzi delle materie prime in ECU sono diminuiti più rapidamente di quelli espressi in dollari. Nei primi mesi del 1999, sia le quotazioni delle materie prime espresse in dollari, sia le oscillazioni del tasso di cambio dell'euro hanno subito un parziale rovesciamento di tendenza e hanno dato origine a un parallelo aumento dei prezzi all'importazione.

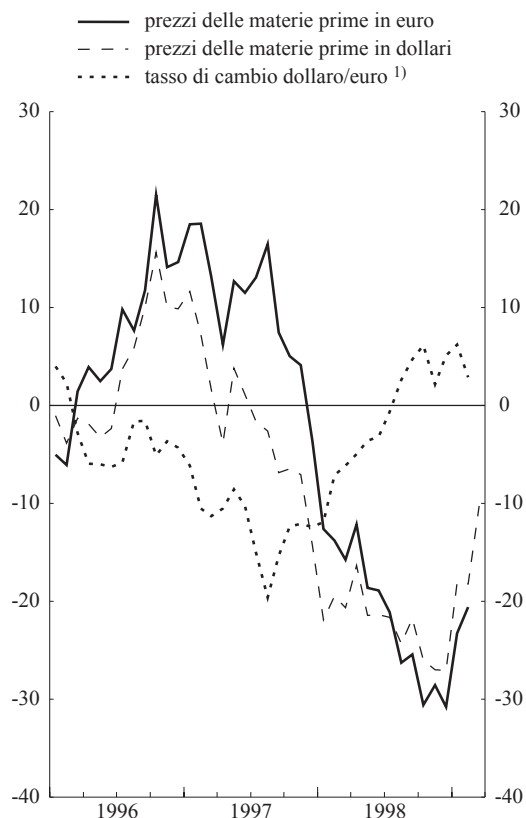
Le materie prime che entrano quasi direttamente nei consumi hanno avuto un effetto immediato sui prezzi al consumo nel 1998, in particolare sui prezzi al consumo dell'energia. Inoltre, il calo dei corsi delle materie di base, ancora soprattutto di quelle energetiche, ha altresì generato un calo dei prezzi alla produzione; più rile-

vante nei settori in cui il loro utilizzo è relativamente più elevato (per esempio, il settore dei beni intermedi), inferiore nei settori dove è meno intenso (per esempio, il settore dei beni di consumo durevoli; cfr. fig. 8). La flessione relativamente modesta nell'incremento annuo di questi prezzi spiega in parte l'andamento generalmente stabile dei prezzi dei prodotti industriali non energetici che sono presenti nello IAPC.

In aggiunta ai fattori esterni, i prezzi al consumo possono anche essere influenzati da elementi più specifici, come le condizioni meteorologiche, che possono incidere significativamente sulla variabilità dei prezzi dei prodotti alimentari stagionali. Inoltre, anche modifiche della politica fiscale possono influenzare l'andamento dei prezzi: esempi più immediati sono le variazioni nell'imposizione indiretta e nei sussidi; impulsi ai prezzi possono anche risultare da cambiamenti

**Figura 7**

**Prezzi delle materie prime e tasso di cambio**  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



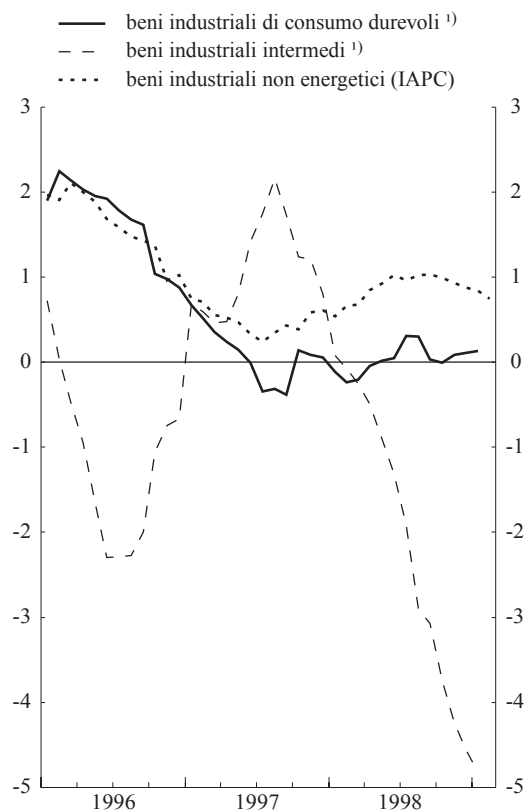
Fonti: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Amburgo, ed elaborazioni BCE.

1) Tasso di cambio dollaro/ECU fino a dicembre 1998.

**Figura 8**

**Prezzi alla produzione dei beni industriali e IAPC relativo ai beni industriali non energetici nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

1) Prezzi alla produzione dei beni industriali.

nell'imposizione diretta, nella tassazione della proprietà e, in particolare, nelle componenti del

#### 4 Considerazioni conclusive

Il "secondo pilastro" della politica monetaria dell'Eurosistema è una "valutazione di ampio respiro delle prospettive per i prezzi, nell'insieme dell'area dell'euro, riguardante sia il loro andamento sia i rischi per la loro stabilità". Ciò implica un'analisi a tutto campo delle informazioni economiche e finanziarie disponibili. Gli indicatori economici di breve termine appena discussi, unitamente a quelli del mercato finanziario, ai risultati di sondaggi e alle previsioni

costo del lavoro diverse dal salario. Tra queste, i contributi sociali sono la voce più rilevante; essi sono una componente della retribuzione unitaria pagata dal datore di lavoro e hanno pertanto un'influenza diretta sui costi complessivi del lavoro per le imprese. Come già segnalato, gli effetti di questi fattori possono essere considerati transitori, in quanto tendono ad agire *una tantum* sul livello dei prezzi. Tuttavia, essi possono comunque causare pressioni inflazionistiche o rafforzare quelle già esistenti ed è perciò necessario che siano costantemente tenuti sotto osservazione. Inoltre, essi possono produrre anche conseguenze più rilevanti, in particolare se le politiche fiscali non sono ritenute sostenibili nel lungo termine.

Infine, vi sono altri tipi di shock in grado di influenzare la domanda e l'offerta aggregate e perciò il clima generale dei prezzi. Innanzi tutto, gli avvenimenti politici possono tradursi in considerevoli cambiamenti nella dinamica della domanda e dei costi e, pertanto, nell'evoluzione dei prezzi; un esempio è l'unificazione tedesca del 1990. In secondo luogo, gli shock sui mercati finanziari, come il repentino deprezzamento del peso messicano nel 1994 e quello di diverse valute asiatiche nel 1998, influenzano i prezzi al consumo nel resto del mondo attraverso prezzi più bassi all'importazione per i beni di consumo e, più indirettamente, tramite il loro effetto sulle esportazioni nette.

sull'inflazione, rivestono un ruolo importante nell'ambito del "secondo pilastro". Tuttavia, questa analisi non deve in alcun modo essere condotta "meccanicamente". Al contrario, è necessario che essa tenga in considerazione le complesse relazioni esistenti tra le variabili considerate e l'andamento dei prezzi, sullo sfondo dei cambiamenti istituzionali e strutturali innescati, in congiunzione con altri fattori, dall'introduzione dell'euro.



# L'attività bancaria nell'area dell'euro: caratteristiche strutturali e tendenze

*Nel corso dell'ultimo decennio la concorrenza nel settore bancario si è fortemente intensificata, tanto nei paesi attualmente compresi nell'area dell'euro che in altri, a causa della pressione esercitata da diverse forze evolutive che operano all'interno del sistema finanziario. Fra i fattori più significativi in questo senso figurano la liberalizzazione finanziaria, l'innovazione, il progresso tecnologico e la diversificazione dei portafogli di investimento e di risparmio. L'introduzione dell'euro dovrebbe agire come catalizzatore nei confronti del dispiegarsi della concorrenza e dei mutamenti strutturali nel settore, rendendo più rapido il processo al termine del quale si assisterà all'emergere di un vero mercato unico dei servizi finanziari. L'impatto dell'euro, tuttavia, potrà variare considerevolmente per i tempi e le modalità con cui si manifesta nei diversi tipi di servizi e di mercati finanziari. Un mercato monetario unico per l'area dell'euro sembra infatti essersi sviluppato con grande rapidità, mentre quello dei servizi bancari al dettaglio è ancora molto frammentato a causa di differenze di natura fiscale, giuridica e culturale - oltre che di diverse consuetudini nella condotta degli affari. Nei paesi dell'area dell'euro, la maggior parte dell'attività bancaria al dettaglio continua a essere svolta dalle istituzioni nazionali.*

## 1 L'esame regolare del settore bancario dell'area dell'euro

Insieme con la legislazione relativa al mercato unico, che liberalizza l'offerta di servizi finanziari fra i paesi dell'Unione europea, l'introduzione dell'euro promuoverà nell'area lo sviluppo di un settore bancario più integrato e competitivo. Ne dovrebbe discendere un ulteriore sforzo di adeguamento strategico da parte delle banche, che stimolerà il processo di mutamento strutturale già in corso nel settore bancario. La tendenza verso il consolidamento e una maggiore concentrazione - che ha luogo attraverso operazioni di fusione e acquisizione nel settore bancario - rappresenta il segno più visibile di tale processo di adeguamento.

Nelle settimane e nei mesi immediatamente successivi al passaggio alla moneta unica si è assistito nell'area dell'euro alla nascita di un mercato monetario unico fortemente integrato e altamente competitivo: le funzioni di tesoreria delle banche si sono adattate al nuovo contesto e hanno fatto attivamente ricorso al sistema TARGET per i pagamenti transfrontalieri. Le differenze fra i tassi overnight che si osservano nell'area dell'euro riflettono principalmente differenze nel merito di credito delle singole banche, piuttosto che tra i paesi in cui sono ottenuti o erogati i fondi. Ciò dimostra come il mercato monetario overnight abbia iniziato a operare in modo regolare in tutta l'area dell'euro, e fornisce un esempio dei profondi cambiamenti che potranno interessare il funzionamento dei mercati finanziari con il passaggio all'euro e alla politica monetaria unica.

Tuttavia, i tempi e i modi con cui l'euro produrrà i suoi effetti potranno variare considerevolmente a seconda dei mercati o dei servizi finanziari. A differenza dei mercati monetari e di molte altre attività bancarie all'ingrosso, per i servizi bancari al dettaglio fattori fiscali, giuridici e culturali - oltre alle diverse consuetudini nella condotta degli affari - contribuiscono a perpetuare la frammentazione dei mercati nazionali che può essere osservata allo stadio attuale. Il mercato ipotecario fornisce un buon esempio di ciò, in quanto continua a essere oggetto di normative, regimi fiscali, sovvenzioni e procedure amministrative di carattere nazionale. La necessità di conoscere le condizioni prevalenti sui singoli mercati nazionali rende difficile sviluppare prodotti bancari "paneuropei" standardizzati, e ciò costituisce un ostacolo alle attività transfrontaliere. Quanto prima si ridurranno tali differenze, tanto più rapidamente potrà estrinsecarsi l'effetto di stimolo della moneta unica all'integrazione dei mercati dei servizi bancari al dettaglio.

L'Eurosistema è fortemente interessato all'evoluzione del settore bancario, che ha implicazioni per la stabilità del sistema bancario e per il funzionamento dei sistemi di pagamento (cfr. riquadro 1); entrambi questi aspetti sono assai rilevanti per la conduzione della politica monetaria nell'area dell'euro e, allo stesso tempo, strettamente collegati agli altri compiti dell'Eurosistema (cfr. gli articoli 105 (2) e 105 (5) del Trattato). In questo contesto, il presente articolo individua le

caratteristiche strutturali dei sistemi bancari dell'area dell'euro per poi valutare alcuni sviluppi che potrebbero essere messi in moto dall'introduzione della moneta unica. L'articolo si basa su una recente pubblicazione della BCE, *Possible*

*effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, in cui l'analisi delle tendenze di lungo periodo nel settore bancario dell'area dell'euro è basata su un'estesa raccolta di dati da fonti nazionali.

### **Riquadro I**

#### **L'esame regolare degli andamenti nel settore bancario: il punto di vista dell'Eurosistema**

L'Eurosistema – la BCE e le BCN dell'area dell'euro – ha un chiaro interesse a seguire da vicino l'evoluzione del settore bancario dell'area. In primo luogo, l'Eurosistema è interessato alle caratteristiche strutturali del settore bancario nonché agli sviluppi che influiscono sulla sua stabilità, in considerazione del loro ruolo nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In particolare, la struttura e la stabilità del settore bancario possono avere un impatto sugli andamenti macroeconomici complessivi, sull'efficienza con cui viene attuata la politica monetaria e sul funzionamento dei sistemi di pagamento. A questo riguardo, si nota che tutte le banche centrali hanno sviluppato una professionalità in questo campo, raccolgono informazioni sul sistema bancario nella loro area di giurisdizione monetaria, a prescindere dalle loro responsabilità di vigilanza, e analizzano in particolare le caratteristiche strutturali e le problematiche relative alla stabilità del settore bancario e del sistema finanziario nel suo insieme. Questo perché le banche rappresentano un settore chiave per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, data la loro posizione di controparti dell'Eurosistema nelle operazioni di politica monetaria, di prestatori di fondi al pubblico, nonché in quanto principali istituzioni di raccolta dei depositi, che costituiscono una parte considerevole degli aggregati monetari tenuti sotto osservazione dall'Eurosistema.

In secondo luogo, l'Eurosistema è interessato a eventuali andamenti che potrebbero influire sulla stabilità del sistema bancario in relazione al compito, stabilito dal Trattato (Articolo 105 (5)), secondo cui "il SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario". In particolare, l'Eurosistema può dare un contributo in questo campo sorvegliando la stabilità del settore bancario dell'area euro e offrendo suggerimenti per il rafforzamento della stabilità del sistema finanziario. Tale compito viene svolto con l'assistenza del Comitato per la Vigilanza bancaria, composto da rappresentanti delle autorità di vigilanza bancaria dei paesi UE, che a loro volta possono essere parte delle rispettive banche centrali nazionali oppure organismi indipendenti.

## **2 Caratteristiche strutturali del settore bancario dell'area dell'euro**

Questo paragrafo si avvale di diversi indicatori per definire in termini generali le caratteristiche strutturali del settore bancario dell'area dell'euro. Poiché tali caratteristiche possono variare in modo considerevole da paese a paese, è utile integrare l'analisi con alcuni dati nazionali.

### **Aumento delle dimensioni in termini di attività totali**

Le dimensioni del settore bancario possono essere descritte considerando il volume delle attività detenute dalle banche, che riflettono la loro attività di intermediazione finanziaria e cioè l'offerta di

fondi ai vari settori dell'economia. Il bilancio aggregato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro, escluso l'Eurosistema, è stato di 14.233 miliardi di euro (cfr. tav. 1) a fine 1998 (cfr. riquadro 2 per le definizioni statistiche). Tale cifra è di poco superiore a quella relativa al valore delle attività detenute dalle istituzioni creditizie dell'area dell'euro. D'altro canto, le attività e passività detenute dal settore IFM nei confronti del resto dell'economia sono considerevolmente inferiori alla cifra succitata, poiché una quota elevata di tali attività e passività riguarda posizioni interbancarie (a questo riguardo, cfr. la sezione statistica di questo Bollettino, tav. 2.3).

**Tavola I****Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema)**

(miliardi di euro)

	fine 1997	quota perc. sul totale	fine 1998	quota perc. sul totale
<b>Attività</b>	13.366,4	100,0	14.233,2	100,0
Cassa	36,5	0,3	37,2	0,3
Prestiti	9.748,2	72,9	10.318,1	72,5
<i>di cui a residenti:</i>				
nazionali	7.716,8	57,7	8.215,3	57,7
nel resto dell'area dell'euro	719,3	5,4	832,7	5,9
nel resto del mondo	1.312,1	9,8	1.270,0	8,9
Titoli di debito <sup>1)</sup>	2.099,5	15,7	2.292,5	16,1
<i>emessi da residenti:</i>				
nazionali	1.559,7	11,7	1.630,2	11,5
nel resto dell'area dell'euro	308,9	2,3	403,0	2,8
nel resto del mondo	231,0	1,7	259,2	1,8
Titoli di mercato monetario	99,6	0,7	102,6	0,7
<i>emessi da residenti:</i>				
nazionali	82,0	0,6	83,7	0,6
nel resto dell'area dell'euro	17,5	0,1	18,9	0,1
Azioni e altri titoli di capitale	379,8	2,8	481,6	3,4
<i>emessi da residenti:</i>				
nazionali	289,6	2,2	365,1	2,6
nel resto dell'area dell'euro	40,3	0,3	57,9	0,4
nel resto del mondo	50,0	0,4	58,6	0,4
Immobilizzazioni	238,9	1,8	243,3	1,7
Altre attività	763,9	5,7	757,9	5,3
<b>Passività</b>	13.366,4	100,0	14.233,2	100,0
Circolante	0,4	0,0	0,4	0,0
Depositi	9.148,7	68,4	9.749,2	68,5
<i>di cui di residenti:</i>				
nazionali	6.900,8	51,6	7.243,6	50,9
nel resto dell'area dell'euro	864,8	6,5	989,4	7,0
nel resto del mondo	1.383,0	10,3	1.516,2	10,7
Quote di fondi di investimento monetario	252,0	1,9	244,2	1,7
Titoli di debito	1.925,1	14,4	2.091,0	14,7
Titoli di mercato monetario	138,8	1,0	165,3	1,2
Capitale e riserve	687,5	5,1	727,5	5,1
Altre passività	1.214,0	9,1	1.255,6	8,8

Fonte: BCE (dati del bilancio delle IFM).

1) Titoli diversi dalle azioni.

Facendo riferimento ai dati forniti dalle fonti nazionali, le attività bancarie complessive, ottenute sommando le attività totali delle istituzioni di credito residenti nei paesi attualmente compresi nell'area dell'euro, erano pari al 176 per cento del PIL nel 1985). A fine 1997 tale cifra era già salita al 234 per cento, denotando una crescita del settore bancario assai più rapida di quella dell'economia nel suo insieme. Si è registrata inoltre una crescita generale delle attività in derivati, delle garanzie e impegni e di altre attività fuori bilancio, che non sono incluse nella valutazione sopra citata; pertanto le variazioni registrate dalle attività totali non riflettono pienamente la crescita del volume di servizi offerto dalle banche.

### Prevalenza dei prestiti sul lato delle attività

Le attività totali aggregate delle IFM dell'area dell'euro sono tuttora dominate dai prestiti bancari. A fine 1998, la quota complessiva dei prestiti rispetto alle attività totali era pari al 73 per cento, includendo i prestiti erogati a residenti e a non residenti nell'area dell'euro (cfr. tav. I). I titoli obbligazionari rappresentavano il 16 per cento delle attività totali, mentre le azioni e altre tipologie di titoli di capitale rappresentavano appena il 3 per cento. Nel 1998, la crescita degli investimenti in titoli è stata più veloce di quella dei prestiti; la voce dell'attivo che è cresciuta più rapidamente,

## Riquadro 2

### Principali fonti utilizzate dalla BCE per seguire l'evoluzione del settore bancario

Per i fini della presente analisi sono disponibili dati armonizzati tratti dalle statistiche monetarie e bancarie dell'area dell'euro raccolte a fini di politica monetaria, pubblicate nell'allegato statistico a questo Bollettino mensile e sul sito Web della BCE, e definite dal Regolamento della Banca centrale europea del 1° dicembre 1998 relativo al bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie e monetarie (BCE/1998/16). La popolazione oggetto del rilevamento statistico, cioè le Istituzioni finanziarie e monetarie (IFM), comprende le istituzioni di credito residenti, definite ai sensi della legislazione comunitaria, e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consista nel ricevere depositi e/o sostituti di depositi da entità diverse dalle IFM e fornire crediti e/o effettuare investimenti in titoli per proprio conto (almeno in termini economici). Le altre istituzioni finanziarie residenti includono in particolare i fondi di investimento monetario. A fini statistici, le IFM consolidano le attività di tutti i loro uffici (sede centrale, succursali e/o filiali) ubicate sullo stesso territorio nazionale.

Al momento, l'analisi delle tendenze di lungo periodo nel settore bancario dell'area dell'euro può basarsi unicamente sulle informazioni raccolte da fonti nazionali, solo parzialmente armonizzate. Tali dati nazionali possono in alcuni casi essere frammentari e non sono generalmente fondati su un quadro statistico armonizzato. Per tale ragione, i dati di fonte nazionale presentati in questo articolo nelle tavole 3-7 devono essere considerati con cautela, soprattutto per quanto riguarda i confronti fra paesi. L'armonizzazione dei dati statistici relativi al settore bancario resta un obiettivo importante per il futuro. Va inoltre segnalato che la popolazione delle istituzioni creditizie a cui si fa riferimento nelle tavole 3-7 non coincide perfettamente con la lista di IFM pubblicata dalla BCE.

tuttavia, è quella delle azioni, anche grazie all'aumento delle quotazioni registrato durante l'anno. Due caratteristiche della composizione dell'attivo sembrano particolarmente rilevanti: la prima è che i prestiti interbancari rappresentano oltre il 20 per cento delle attività totali (e oltre il 30 per cento degli impieghi), risultando così la seconda voce dell'attivo dopo i prestiti al settore privato non bancario (cioè a famiglie e imprese); la seconda è che i crediti verso le Amministrazioni pubbliche hanno un elevato peso relativo per le banche dell'area dell'euro (costituendo circa il 15 per cento delle attività totali), se si sommano i prestiti e l'acquisto dei titoli emessi dalle Amministrazioni pubbliche. Di fatto, quasi la metà del totale dei titoli detenuti dalle IFM sono titoli pubblici, per la maggior parte titoli emessi dai rispettivi governi nazionali.

Le attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro sono, in genere, ancora prevalentemente nazionali. A fine 1998 i prestiti e i titoli detenuti nei confronti di residenti in paesi dell'area dell'euro diversi dal paese di residenza della IFM rappresentavano il 9 per cento delle attività totali. Non dimeno, i prestiti ai residenti in altri paesi dell'area

e i titoli da loro emessi detenuti dalle IFM hanno registrato una crescita del 20 per cento nel 1998, superando ampiamente la crescita delle corrispondenti attività nazionali. Le attività sull'estero (e cioè le attività detenute nei confronti di residenti al di fuori dell'area dell'euro) erano costituite prevalentemente da prestiti e rappresentavano l'11 per cento delle attività totali. Tali attività, durante la seconda metà del 1998, hanno cominciato a registrare un calo che può essere considerato un effetto della crisi delle economie emergenti. Secondo le statistiche pubblicate dalla Banca dei regolamenti internazionali, a metà 1998 l'attività di credito (prestiti e acquisti di titoli) alle economie emergenti e ai paesi in via di sviluppo (soprattutto i paesi dell'America latina e dell'Asia) e alla Russia rappresentava circa il 25 per cento delle attività sull'estero delle banche dell'area dell'euro.

### I depositi quale fonte principali di raccolta di fondi

I depositi rappresentavano il 69 per cento delle passività totali delle IFM a fine 1998 (cfr. tav. 1). Una quota importante di tale cifra era rappre-

sentata da depositi interbancari, a riprova del fatto che le attività interbancarie rivestono un ruolo importante per le banche dell'area dell'euro. La maggior parte dei depositi complessivi (il 75 per cento) è raccolta sul mercato nazionale, con una distribuzione pressoché uniforme fra i diversi tipi di scadenza: conti correnti, depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso. Nel 1998, tuttavia, i depositi di residenti dei paesi dell'area dell'euro diversi dal paese di residenza della IFM hanno registrato una crescita più rapida dei depositi raccolti sul mercato interno. I titoli emessi dalle IFM rappresentavano il 15 per cento delle passività totali a fine 1998; il capitale e altre riserve, il 5 per cento. I dati pubblicati sulle attività ponderate in base al rischio per le maggiori banche dell'area dell'euro segnalano una tendenza, nel corso degli ultimi anni, all'aumento degli indici di capitalizzazione medi (cioè dei rapporti fra patrimonio e le attività ponderate in base al rischio).

Nonostante la scarsa disponibilità di dati storici comparabili, le variazioni nella struttura delle attività e passività aggregate delle IFM dell'area dell'euro denotano il crescente peso dei titoli nelle attività di credito e di raccolta di fondi. Inoltre, la quota delle attività e passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro sembra registrare una crescita più rapida rispetto alle corrispondenti quote delle attività e passività sull'interno.

### Una struttura istituzionale frammentata

Il settore bancario dell'area dell'euro è ancora molto frammentato, sia a livello nazionale sia, spesso, a livello locale. In alcuni paesi, una larga parte dell'attività bancaria è concentrata nelle mani di poche banche a carattere nazionale; in altri, la quota di mercato delle banche che operano sull'intero territorio nazionale è abbastanza ridotta. Nel gennaio 1999, secondo l'elenco delle IFM pubblicato dalla BCE, nell'area dell'euro operavano 8.249 istituzioni di credito (cfr. tav. 2). Tale cifra riflette l'elevato numero di casse di risparmio e banche cooperative – spesso operanti a livello locale – e istituti di credito specializzati, attivi in alcuni paesi. Di converso, il numero di istituzioni operanti su

base nazionale è alquanto ridotto rispetto al numero totale di istituzioni. Negli Stati Uniti – un paese che per popolazione è comparabile all'area dell'euro – il numero di istituzioni di credito è addirittura superiore. A fine 1998, infatti, le statistiche pubblicate dalla Federal Deposit Insurance Corporation recensivano oltre 10.400 banche commerciali e casse di risparmio coperte da assicurazione. Secondo le statistiche tenute dalla National Credit Union Administration, inoltre, il numero delle cooperative di credito assicurate era di poco inferiore a 11.000. Ovviamente, tale frammentazione è imputabile alla legislazione statunitense, che impone vincoli all'estensione geografica dell'operatività di una banca.

**Tavola 2**  
**Numero delle istituzioni di credito,**  
**1° aprile 1999**

BE	121
DE	3.218
ES	395
FR	1.210
IE	78
IT	933
LU	210
NL	612
AT	899
PT	228
FI	345
Totale	8.249

Fonte: BCE, Lista delle Istituzioni finanziarie monetarie e delle istituzioni soggette a obbligo di riserva, aprile 1999.

### Forte tendenza al consolidamento interno

L'esame dei dati nazionali mostra come, soprattutto dai primi anni novanta, il numero di istituzioni di credito sia andato diminuendo in seguito al processo di consolidamento che ha interessato e continua a interessare i settori bancari nazionali. Nel 1985 le istituzioni di credito operanti nei paesi attualmente compresi nell'area dell'euro erano oltre 11.200. La riduzione del numero delle istituzioni di credito riflette soprattutto processi di fusione piuttosto che la chiusura di istituzioni esistenti. Si sono verificate in primo luogo fusioni a carattere "offensivo",



cioè iniziative con cui una grande banca cercava di riposizionarsi sui mercati finanziari oppure di accrescere le proprie dimensioni fino a raggiungere livelli tali da consentirle, per esempio, di investire con profitto nelle moderne tecnologie bancarie o di entrare in nuovi settori di attività. In secondo luogo, sono state condotte fusioni di natura “difensiva”, soprattutto tra gli istituti di credito più piccoli, con l’obiettivo di ridurre l’eccesso di capacità, conformarsi alla regolamentazione sull’adeguatezza patrimoniale e sui grandi rischi, oppure risolvere problemi di adeguatezza patrimoniale derivanti da sofferenze o da un limitato accesso a nuovo capitale di rischio. Di fatto, la riduzione del numero di istituzioni ha interessato soprattutto le casse di risparmio e le banche cooperative, a fronte di un aumento effettivo del numero di banche commerciali a partire dalla metà degli anni ottanta: infatti, sono state costituite nuove banche, mentre alcune casse di risparmio e banche cooperative hanno modificato la loro struttura societaria per trasformarsi in società a responsabilità limitata.

Il consolidamento è un fenomeno generalizzato nell’industria dei servizi finanziari. Da ciò si evince come esso non sia correlato unicamente agli effetti della legislazione sul mercato unico e all’Unione economica e monetaria (UEM), ma dipenda piuttosto dall’intensificarsi della competizione globale e dalla necessità di accrescere l’efficienza e ridurre i costi. Inoltre, il favorevole andamento di lungo periodo del mercato mobiliare ha facilitato l’emissione di nuovi titoli azionari, contribuendo in tal modo al finanziamento di fusioni e acquisizioni.

La tendenza al consolidamento è comune a quasi tutti i paesi dell’area dell’euro e ha considerevolmente aumentato la concentrazione dell’attività bancaria nelle maggiori istituzioni a livello nazionale, soprattutto nei paesi più piccoli (cfr. tav. 3). Tuttavia, l’analisi del fenomeno di concentrazione non può prescindere da un’adeguata definizione del mercato interessato, definizione che varia a seconda dei servizi bancari considerati. Per alcuni servizi bancari al dettaglio, il mercato rilevante può essere ancora quello locale, anche se tecniche di *direct* o *remote banking*, quali l’offerta di servizi bancari per via telefonica o tramite Internet, stanno modificando i confini

**Tavola 3**

**Concentrazione a livello nazionale: attività delle cinque maggiori istituzioni di credito in percentuale delle attività totali delle istituzioni di credito nazionali**

	1985	1990	1995	1997
BE	48,0	48,0	54,0	57,0
DE	.	13,9	16,7	16,7
ES	38,1	34,9	45,6	43,6
FR	46,0	42,5	41,3	40,3
IE	47,5	44,2	44,4	40,7
IT	20,9	19,1	26,1	24,6
LU	.	.	21,2	22,4
NL	69,3	73,4	76,1	79,4
AT	35,9	34,6	39,2	48,3
PT	61,0	58,0	74,0	76,0
FI	51,7	53,5	68,6	77,8

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

geografici di tale mercato; per alcuni servizi bancari all’ingrosso, invece, il mercato rilevante si estende già a tutta l’area dell’euro e, forse, a un’area ancora più ampia. Pertanto, anche se la concentrazione a livello nazionale tende a essere minore nei paesi più grandi, ciò non è necessariamente vero su mercati locali tra loro comparabili.

Benché con il completamento della legislazione sul mercato unico e l’avvento dell’UEM ci si potesse attendere una diffusione delle operazioni di concentrazione transfrontaliere, fino a oggi il processo di consolidamento si è svolto principalmente all’interno dei settori bancari nazionali. Le fusioni e le acquisizioni transfrontaliere tra grandi banche universali hanno rappresentato eccezioni, anche se di recente si sono verificate alcune transazioni di questo tipo. Le operazioni di fusione e acquisizione transfrontaliere sono state finora effettuate soprattutto al fine di facilitare l’espansione in specifiche nicchie di mercato piuttosto che nel segmento di “massa” del mercato dei servizi bancari al dettaglio.

**La capacità produttiva complessiva resta sostanzialmente invariata**

Per quanto il numero delle banche sia diminuito quasi ovunque, le misure tradizionali della capacità produttiva del settore bancario – il numero

## Tavola 4

### Numero di filiali e numero di dipendenti delle istituzioni di credito per migliaia di abitanti

	1985		1990		1995		1997	
	Filiali	Dipendenti	Filiali	Dipendenti	Filiali	Dipendenti	Filiali	Dipendenti
BE	0,87	7,26	0,90	7,94	0,76	7,56	0,72	7,57
DE	0,61	9,46	0,63	11,10	0,59	9,28	0,57	9,16
ES	0,76	6,06	0,83	6,22	0,93	6,35	0,97	6,29
FR	0,47	7,71	0,45	7,63	0,44	7,05	0,44	6,89
IE	0,24	4,23	0,27	4,99	0,29	6,40	0,32	6,29
IT	0,23	5,66	0,31	5,92	0,41	6,23	0,44	6,00
LU	0,68	25,37	0,78	41,78	0,85	44,90	0,75	45,75
NL	0,59	7,54	0,54	7,86	0,44	7,13	0,44	7,19
AT	0,54	8,94	0,58	9,86	0,58	9,78	0,58	9,43
PT	0,15	5,90	0,20	6,20	0,35	6,09	0,41	5,97
FI	0,89	9,61	0,58	10,15	0,38	6,31	0,32	5,21
Media ponderata per l'area dell'euro	0,51	7,38	0,54	7,97	0,55	7,52	0,56	7,37

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

di sportelli e di dipendenti in rapporto alla popolazione – prefigurano una situazione molto più complessa, con differenze significative fra paesi sia nei livelli sia nelle tendenze (cfr. tav. 4). Va notato che i confronti fra paesi risentono delle differenze nelle dimensioni e nelle funzioni svolte dalle filiali, come dimostra anche il fatto che i paesi con il più alto numero di sportelli per abitante non hanno necessariamente il più alto numero di dipendenti bancari per abitante.

Con poche eccezioni, alla diminuzione del numero delle banche non è finora corrisposto un calo del numero di sportelli e di dipendenti. Nel complesso, a fine 1997 il numero totale di sportelli bancari nell'area dell'euro sembrava essersi stabilizzato intorno a 160.000 unità (pari a circa 0,6 per 1.000 abitanti). Dall'inizio degli anni novanta, il numero degli addetti bancari nell'area è leggermente diminuito, fino a toccare 2.139.000 unità a fine 1997 (pari a circa 7,4 per 1.000 abitanti). Con lo sviluppo del *direct banking* e la diffusione degli sportelli bancari automatici, l'industria bancaria assume sempre più le caratteristiche di un settore a minor intensità di lavoro; potrebbero quindi intensificarsi le pressioni per un ridimensionamento del numero degli sportelli e degli addetti bancari.

### Presenza transfrontaliera ancora relativamente limitata

La quota di mercato complessiva (in termini di attività bancarie) detenuta dalle filiali e dalle

succursali estere di istituzioni di credito domiciliate nello Spazio economico europeo (SEE) è inferiore al 10 per cento in tutti i paesi dell'area dell'euro esclusi il Belgio, l'Irlanda e il Lussemburgo (cfr. tav. 5). La quota di mercato delle filiali e succursali di istituzioni di credito domiciliate al di fuori del SEE è in genere anche inferiore. Tali dati confermano che nell'area dell'euro l'attività bancaria si caratterizza per un significativo orientamento nazionale. Nondimeno, in diversi paesi le quote di mercato detenute dalle banche estere hanno di recente registrato un graduale aumento, come riflesso della crescita del numero di filiali di banche domiciliate in altri paesi del SEE, favorita dalla libertà di stabilire filiali nell'ambito del Mercato unico senza dover richiedere una autorizzazione specifica per le attività svolte all'estero.

Valutare il grado di internazionalizzazione delle banche dell'area dell'euro è tuttavia un compito complesso, poiché tale internazionalizzazione può assumere forme diverse. L'indicazione basata sulle quote di mercato delle filiali o sussidiarie di banche estere sottovaluta l'importanza dell'internazionalizzazione, poiché non include i prestiti concessi in via diretta e altre operazioni che non passano attraverso le filiali o le sussidiarie estere. Chiaramente, le operazioni sull'estero sono molto rilevanti per un certo numero di banche dell'area dell'euro. Inoltre, poiché le banche operano simultaneamente in molti mercati di dimensioni diverse – a livello locale, nazionale, continentale, europeo e globale – alcune delle

**Tavola 5****Quota di mercato delle filiali e sussidiarie di istituzioni di credito estere, in percentuale delle attività totali delle istituzioni di credito nazionali, fine 1997**

	Provenienti da paesi SEE		Provenienti da paesi terzi		Totale
	Filiali	Sussidiarie	Filiali	Sussidiarie	
BE	9,0	19,2	6,9	1,2	36,3
DE	0,9	1,4	0,7	1,2	4,3
ES	4,8	3,4	1,6	1,9	11,7
FR	2,5 <sup>1)</sup>	.	2,7 <sup>1)</sup>	.	9,8 <sup>1)</sup>
IE	17,7	27,8	1,2	6,9	53,6
IT	3,6	1,7	1,4	0,1	6,8
LU	19,4	71,1	1,4	8,1	99,9
NL	2,3	3,0	0,5	1,9	7,7
AT	0,7	1,6	0,1	1,0	3,3
PT	2,5	6,8	0,1	1,0	10,5
FI	7,1	0	0	0	7,1
Media ponderata per l'area dell'euro	3,4	.	1,6	.	12,7

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

1) Dati 1996.

loro attività sono a carattere internazionale anche se le stesse banche mantengono una vocazione nazionale sulla base della loro rete di sportelli e alla loro organizzazione.

### Aumenta la diversificazione del risparmio e degli investimenti

Con il termine diversificazione del risparmio e degli investimenti ci si riferisce al fenomeno secondo il quale la crescita degli investimenti in prodotti caratterizzati da rendimenti più elevati e maggiore complessità, quali i fondi comuni di investimento, i titoli, i fondi pensione e le polizze di assicurazione sulla vita, determina una riduzione della quota complessiva dei depositi bancari nei portafogli di risparmio e di investimento delle famiglie e delle imprese. Tale evoluzione è dovuta a diversi fattori: in primo luogo, l'ammontare complessivo della ricchezza finanziaria è cresciuto, ampliando a sua volta le dimensioni del mercato per i servizi di gestione del risparmio; secondariamente, l'innovazione finanziaria ha reso possibile costruire portafogli di investimento più complessi e diversificati; infine, il progresso tecnologico e la maggiore liquidità dei mercati mobiliari hanno ridotto i costi di transazione.

Tale tendenza generale alla diversificazione del risparmio e degli investimenti è abbastanza evidente anche nei paesi dell'area dell'euro. Ben-

ché negli ultimi dieci anni i depositi bancari ordinari siano continuamente cresciuti in relazione al PIL – così come anche il bilancio complessivo delle istituzioni di credito – l'espansione dei fondi di investimento (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e altri fondi) è stata molto più rapida. Ad esempio, secondo quanto affermato nel Rapporto *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, i tassi di crescita annuali delle attività gestite dai fondi di investimento nel 1997 sono stati generalmente superiori al 20 per cento nei paesi dell'area dell'euro. Di conseguenza, le attività bancarie tradizionali hanno perso terreno, in termini relativi, nei confronti degli investitori istituzionali (fondi di investimento, compagnie di assicurazioni e fondi pensione). Peraltro, le attività delle istituzioni di credito sono ancora significativamente superiori all'ammontare dei fondi affidati in gestione agli investitori istituzionali (cfr. tav. 6). Inoltre, nell'area dell'euro gran parte degli OICVM sono controllati da gruppi bancari. Diversificando le proprie attività in questo settore, i gruppi bancari hanno perseguito l'obiettivo di "internalizzare" i cambiamenti nei comportamenti di risparmiatori e investitori. Dal punto di vista del singolo gruppo bancario, ciò implica che una quota maggiore delle attività viene condotta al di fuori della banca del gruppo e che i profitti conseguiti dalle sussidiarie non bancarie assumono un peso crescente ai fini della redditività globale. In molti paesi, lo sviluppo del settore bancario è

**Tavola 6****Attività non consolidate di fondi di investimento, compagnie di assicurazione (ramo vita e ramo danni) fondi pensione e istituzioni di credito, in percentuale del PIL, fine 1997**

	Fondi di investimento (OICVM e altri)	Compagnie di assicurazioni e fondi pensione	Istituzioni di credito
BE	32,4	30,9	294,1
DE	24,7	36,9	255,8
ES	34,9	21,7	183,2
FR	35,0 <sup>1)</sup>	45,0	244,6
IE	69,8	26,3 <sup>2)</sup>	299,0
IT	18,9	19,4	155,4
LU	2.770,9	44,8 <sup>2)</sup>	3.695,9
NL	19,0	146,0	227,0
AT	22,5	26,4	238,3
PT	26,0	31,0	220,0
FI	3,0	42,4	113,3
Media ponderata per l'area dell'euro	31,3	41,2	234,4

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

1) Dati 1996.

2) Dati 1995.

stato caratterizzato anche dall'intensificarsi dei legami organizzativi fra banche e società di assicurazioni.

Il termine disintermediazione si riferisce alla diminuzione, in termini relativi, del ruolo svolto da banche e altri intermediari finanziari nella riallocazione dei fondi dalle unità in avanzo a quelle in disavanzo. In pratica, ciò significa che le imprese, invece di prendere i fondi in prestito dalle banche, li raccolgono direttamente sui mercati finanziari. Nell'area dell'euro, la disintermediazione è un fenomeno ancora agli esordi. L'emissione di

obbligazioni private a medio e lungo termine non è ancora una pratica generalizzata (cfr. tav. 7) e la raccolta sui mercati finanziari non costituisce ancora un'alternativa diffusa ai prestiti bancari. I mercati obbligazionari nazionali dell'area tendono ancora a essere dominati dai titoli pubblici o dalle obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie. Inoltre, secondo il Rapporto citato in precedenza, negli ultimi anni le emissioni di carta commerciale sono rimaste un fenomeno raro, mentre i prestiti erogati dagli istituti di credito hanno continuato a crescere in percentuale del PIL.

**Tavola 7****Valore nominale delle obbligazioni emesse da imprese non finanziarie, istituzioni di credito ed enti pubblici in percentuale del PIL, fine 1997**

	Obbligazioni di imprese non finanziarie	Obbligazioni di istituzioni di credito	Istituzioni di credito
BE	10,0	38,3	111,0
DE	0,1	54,6	37,6
ES	2,6	4,5	52,9
FR	2,4	15,9	28,0
IE	0,01	1,6	32,2
IT	1,6	19,4	100,4
LU	115,7	307,6	1,1
NL	.	43,1 <sup>1)</sup>	53,4
AT	2,7	31,1	30,6
PT	7,0	10,0	40,0
FI	3,7	7,1	35,5

Fonti: BCE, Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term, febbraio 1999. Per la Francia, INSEE e supplemento statistico trimestrale del Bollettino della Banque de France, primo trimestre 1999.

1) Includere obbligazioni emesse da imprese non finanziarie.

### 3 Il fattore euro accelera l'integrazione del settore bancario

Gli effetti dell'introduzione dell'euro vanno considerati nel contesto dell'attuale quadro normativo del mercato unico, che prevede la libertà di insediamento, la libera prestazione di servizi oltre frontiera e una sostanziale armonizzazione della normativa prudenziale (comprese le disposizioni su fondi propri, coefficienti di solvibilità e i fidi di grande dimensione). L'introduzione dell'euro dovrebbe portare a un ulteriore incremento delle operazioni transfrontaliere, soprattutto grazie alla riduzione dei rischi e dei costi sostenuti da fornitori e utenti di servizi finanziari associata alla scomparsa delle monete nazionali. In quest'ottica, l'euro dovrebbe quindi rappresentare un importante complemento alla legislazione sul mercato unico.

Tuttavia, come notato all'inizio del presente articolo, l'integrazione dei sistemi bancari è destinata a progredire ulteriormente, a condizione che siano rimosse le residue differenze fiscali e normative. La componente non armonizzata della "piattaforma" fiscale e normativa è importante e copre diversi aspetti, che includono, fra l'altro, il regime fiscale, le sovvenzioni e altre problematiche fiscali, gli strumenti di vigilanza bancaria (quali ad esempio le segnalazioni di vigilanza e le ispezioni), le procedure per il risanamento e la liquidazione delle banche, il regime e la protezione giuridica degli strumenti finanziari e dei contratti. È probabile che pressioni per una convergenza di questi aspetti non armonizzati emergano per effetto di una maggiore concertazione fra le autorità legislative e regolamentari e, forse, anche a seguito di una "concorrenza normativa" fra i sistemi bancari nazionali e fra i centri finanziari. L'eliminazione di tali differenze accelererà i previsti effetti dell'euro.

#### **Pressioni per una maggiore concentrazione nelle attività all'ingrosso**

I mercati dei servizi bancari all'ingrosso collegati ai tassi di interesse e ai cambi potranno raggiungere un grado di integrazione e di competitività molto elevato, poiché gli strumenti negoziati su tali mercati (per esempio, certificati di deposito e titoli pubblici a breve termine) presentano una

forte omogeneità in termini di rischio di credito e rendimenti, consentendo un efficiente arbitraggio fra mercati nazionali e fra piazze finanziarie. In questo settore, è possibile che con il tempo il volume delle contrattazioni si concentri in modo significativo in poche piazze finanziarie e presso alcune grandi banche, e ciò per tre ragioni fondamentali. In primo luogo, viene progressivamente meno l'esigenza di strumenti derivati su cambi e su tassi di interesse che rispondano a specifiche esigenze nazionali riguardo alla negoziazione o alla copertura dei rischi. In secondo luogo, scompaiono i vantaggi di cui godono le istituzioni nazionali nella fissazione dei prezzi, connessi alla disponibilità di informazioni sui tassi di interesse e sulla moneta nazionale o a una posizione dominante sul mercato. Infine, vi sono rendimenti di scala crescenti nelle attività connesse a prodotti di natura omogenea e caratterizzati da elevati volumi di scambi. Infatti, per operare su mercati che coprono l'intera area dell'euro e per servire i clienti internazionali di maggiori dimensioni è necessaria una "massa critica", poiché le banche devono utilizzare informazioni non solo a carattere nazionale ma bensì relative a un'area più ampia.

Pertanto, quando gli strumenti e i mercati nazionali saranno sostituiti da strumenti e mercati relativi all'area dell'euro, le principali banche dell'area potrebbero attrarre una quota di attività più elevata rispetto a quella detenuta allo stadio attuale. Tale situazione replicherebbe quanto avviene oggi negli Stati Uniti, che presentano un numero limitato di banche con operatività estesa a tutta l'area. Per alcune banche, questa tendenza potrà rappresentare un incentivo a intraprendere operazioni di fusione e acquisizione. Altre potranno essere indotte a concentrarsi sulle attività bancarie al dettaglio nel mercato nazionale, registrando una diminuzione dei ricavi in misura proporzionale al loro precedente coinvolgimento nella negoziazione delle valute nazionali e degli strumenti di mercato monetario. Il risultato finale potrà essere una ulteriore polarizzazione del settore bancario dell'area, con un ridotto numero di grandi banche attive nei mercati all'ingrosso rappresentati da prodotti omogenei relativi a cambi e tassi di interesse e un elevato numero di istituzioni concentrate sull'intermediazione tradizionale a livello nazionale

o locale. Va notato, tuttavia, che il processo di innovazione finanziaria crea costantemente nuovi strumenti e prodotti finanziari e consente perciò la sopravvivenza di molte istituzioni specializzate di minori dimensioni a fianco di quelle più grandi.

### **Probabile espansione delle attività sul mercato finanziario**

La moneta unica offre importanti opportunità agli emittenti privati di obbligazioni e azioni: l'aumento del numero di emittenti e di investitori operanti in una stessa moneta accresce infatti la liquidità dei mercati finanziari e consente di aumentare la dimensione delle emissioni, riducendo i costi di finanziamento. È inoltre probabile che l'ampliamento dell'area valutaria attiri nei mercati finanziari dell'area dell'euro nuovi investitori e nuovi emittenti. Lo sviluppo dei mercati di capitali privati potrà inoltre essere favorito da due fattori aggiuntivi: il mantenimento di un basso livello di inflazione corrente e atteso e la riduzione del fabbisogno finanziario del settore pubblico. L'emissione di obbligazioni da parte di imprese non finanziarie dovrebbe pertanto espandersi dai bassi livelli attuali, togliendo spazio ai prestiti bancari. Come affermato nell'articolo *L'area dell'euro all'inizio della Terza fase* contenuto nel numero di gennaio 1999 del Bollettino, il mercato delle obbligazioni private negli Stati Uniti – una grande area valutaria con un mercato finanziario integrato – è significativamente più ampio e spesso di quello dell'area dell'euro. Per contro, l'ammontare dei prestiti bancari sull'interno è, sia in termini assoluti sia in percentuale del PIL, di gran lunga più elevato nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti.

Lo sviluppo dei mercati finanziari e la crescente disintermediazione implicherebbero un cambiamento strutturale nell'attività bancaria, che tenderebbe a spostarsi dai prestiti verso attività tipiche delle banche di investimento. Analogamente, nella struttura dei conti economici si verificherebbe uno spostamento dai margini di interesse verso altri ricavi (cioè commissioni e altri proventi). Se da un lato il venire meno dei ricavi da interesse potrebbe essere compensata dalle commissioni su sottoscrizioni e su garanzie e impegni, d'altra parte potrebbe aver luogo una redistribuzione del reddito fra le banche e

le altre istituzioni finanziarie. La necessità di disporre di informazioni a carattere nazionale, che consentano da un lato una valutazione più accurata del rischio emittente e dall'altro di stabilire un rapporto più stretto fra emittente e sottoscrittore, continuerà probabilmente a garantire un vantaggio competitivo alle banche nazionali, tranne nei casi in cui l'emittente è una nota società internazionale. Tuttavia, le grandi banche europee e le banche di investimento che dispongano di adeguati capitali e che abbiano sviluppato estese relazioni con clienti e professionalità adeguati potrebbero diventare concorrenti più temibili nel prossimo futuro.

Man mano che le grandi imprese concentrano le proprie funzioni di tesoreria nell'ambito dell'area dell'euro e riducono il numero di rapporti intrattenuti con banche corrispondenti, per alcune banche il reddito proveniente dai servizi di pagamento potrà diminuire. Le società multinazionali cercheranno inoltre di ridurre al minimo il numero di conti detenuti nell'area dell'euro.

### **Probabile aumento delle operazioni transfrontaliere nell'attività bancaria al dettaglio**

Nell'attività bancaria al dettaglio, l'introduzione dell'euro dovrebbe portare a un cambiamento più graduale, poiché sono ancora operanti i principali fattori all'origine delle segmentazioni nazionali. È opinione generale che l'euro di per sé non costituisca al momento il fattore di cambiamento più significativo in questo settore. Sono generalmente considerati più importanti la diffusione del *direct banking* e lo spostamento delle preferenze della clientela verso forme di risparmio diverse dai depositi bancari. Entrambi questi fattori intensificano la concorrenza nei confronti delle banche presenti sul territorio. Con la diffusione delle nuove tecnologie di distribuzione, tenderà a ridursi la necessità di creare una rete di sportelli, che rappresenta da sempre l'ostacolo principale all'ingresso nei mercati dei servizi bancari al dettaglio. In tale contesto, mentre i prodotti bancari al dettaglio che richiedono consulenze personalizzate, un'accurata valutazione del rischio di credito e conoscenze locali vengono considerati al riparo dalla concorrenza delle nuove tecnologie, molti prodotti

bancari al dettaglio standardizzati vengono già promossi attraverso canali di *direct banking*. L'evolversi della composizione del risparmio e degli investimenti favorisce l'ingresso sul mercato di nuovi concorrenti per le banche, quali gli OICVM, le società di assicurazioni e quelle di intermediazione mobiliare.

L'euro potrebbe avere un impatto indiretto su entrambi i fattori sopra citati: da un lato, l'esistenza di un più ampio mercato con una moneta unica potrà accelerare l'adozione di nuove tecnologie di distribuzione; dall'altro, la scomparsa del rischio di cambio potrà incoraggiare i clienti delle banche a perseguire rendimenti più elevati attraverso forme alternative di investimento. La maggiore trasparenza è, di per sé, destinata ad accrescere la concorrenza fra istituzioni finanziarie, anche se sarà comunque necessario un certo tempo prima che la clientela diventi consapevole delle maggiori potenzialità offerte dal mercato dei servizi bancari al dettaglio.

Riducendo le barriere all'ingresso per le operazioni bancarie transfrontaliere, l'euro potrà inoltre alimentare a un maggiore sviluppo di strategie bancarie "paneuropee" o "regionali" nelle attività bancarie al dettaglio. L'aspetto più importante a riguardo è rappresentato dal fatto che le banche possono finanziare le operazioni di prestito in un altro paese dell'area attingendo sia alla raccolta sul mercato interno, sia a quella sui mercati monetari e dei capitali in euro. Inoltre, la maggiore concorrenza che dovrebbe risultare dall'introduzione dell'euro costringerà le banche a estendere la loro clientela al di là dei confini nazionali al fine di distribuire i costi fissi, in particolare quelli connessi all'ammodernamento delle tecnologie in uso, su un volume maggiore di attività.

## 4 Conclusioni

Nel presente articolo si sostiene che l'euro fungerà da catalizzatore, rafforzando le tendenze in atto nel settore bancario dell'area dell'euro e completando gli effetti della legislazione sul mercato unico. In particolare, ci si attende un proseguimento del processo di integrazione dei sistemi bancari dell'area dell'euro e una ulteriore intensificazione

Le fusioni e acquisizioni internazionali rappresentano il metodo più rapido per acquisire clientela e competenze locali nel settore al dettaglio. Tuttavia, se da un lato i risparmi derivanti dall'eliminazione di duplicazioni nella rete distributiva al dettaglio saranno probabilmente limitati, dall'altro è possibile invece che i costi associati all'integrazione di strutture e culture aziendali diverse siano sostanziali. Per questo motivo, è improbabile che le operazioni di fusione o acquisizione motivate unicamente dal desiderio di assicurarsi l'accesso a mercati esteri al dettaglio siano numerose. Una strategia alternativa per espandere oltre frontiera l'attività al dettaglio potrebbe essere quella delle alleanze strategiche, con le quali le singole banche danno accesso alle reciproche reti di distribuzione. Tale obiettivo strategico potrebbe essere conseguito anche senza far ricorso ad alleanze, tramite l'inserimento di servizi al dettaglio nella gamma di prodotti offerti dalla esistente rete di filiali e sussidiarie estere. Un'unica agenzia o un ridotto numero di agenzie potrebbe in molti casi rivelarsi sufficiente ad attrarre la clientela, soprattutto nel caso di servizi offerti tramite *direct banking*. È quindi probabile che il considerevole numero di filiali e sussidiarie estere già aperte nell'area dell'euro (oltre 300 da parte di banche dei paesi del SEE a fine 1997) sia indicativo di una graduale espansione dell'attività bancaria internazionale tramite questo canale. Infine, la prestazione di servizi bancari a distanza oltre frontiera senza un insediamento potrà diffondersi anche in concomitanza con lo sviluppo del *direct banking*. Tuttavia data l'armonizzazione ancora limitata dei sistemi di pagamento al dettaglio nazionali, delle reti di pagamento operative a livello nazionale e delle pratiche di pagamento specifiche a ciascun paese, le istituzioni nazionali dispongono per ora di un vantaggio competitivo.

della concorrenza bancaria. Nondimeno, i tempi e le modalità con cui si manifesteranno tali effetti varieranno in modo significativo a seconda della tipologia delle attività bancarie. Non solo nelle attività sul mercato monetario, ma anche nella gestione del risparmio, nei servizi finanziari alle imprese e nei servizi di pagamento all'ingrosso



l'operatività tenderà a estendersi all'intera area una volta rimosso il principale ostacolo alla integrazione di tali mercati rappresentato dalle monete nazionali. Per alcuni servizi bancari, l'emergere di un mercato che copra l'intera area non dipende pertanto unicamente dalla formazione di banche "paneuropee", ma anche dallo sviluppo di mercati monetari e finanziari integrati e dall'evolversi di rapporti fra banche e clienti attraverso le frontiere nazionali. Le banche operanti in tali mercati saranno sempre più esposte agli andamenti delle economie e dei mercati finanziari al di fuori dei loro confini nazionali.

Non sembra dunque azzardato concludere che l'impatto sulla redditività bancaria derivante dagli effetti strutturali e di maggiore concorrenza dell'UEM sarà di gran lunga superiore ai costi

imputabili alla transizione all'euro o alla perdita di ricavi sulle negoziazioni in cambi nel caso di un insufficiente sforzo di adeguamento da parte delle banche al nuovo contesto. Tale processo di adattamento è già in atto: si assiste, tra l'altro, a cambiamenti strutturali, alla nascita di nuovi prodotti e servizi, a fusioni, alleanze strategiche, accordi di cooperazione. Questi sviluppi dovrebbero essere giudicati favorevolmente. Inoltre, i buoni livelli di redditività conseguiti negli ultimi anni dovrebbero aver rafforzato la posizione delle banche, che appaiono quindi in condizione di far fronte al processo di adattamento e ai rischi strategici che esso comporta. Nel lungo termine il processo di adeguamento produrrà un settore bancario più forte ed efficiente, e la clientela potrà trarre vantaggio dagli effetti di una maggiore concorrenza.







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



# Indice

## Statistiche

1.	Statistiche sulla politica monetaria	
1.1	Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	4*
1.2	Tassi di interesse della BCE sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	6*
1.3	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema svolte mediante asta	6*
1.4	Statistiche sulla riserva obbligatoria	7*
1.5	Posizione di liquidità del sistema bancario	8*
2.	Andamenti monetari e finanziari nell'area dell'euro	
2.1	Bilancio aggregato dell'Eurosistema	10*
2.2	Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema)	11*
2.3	Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro (incluso l'Eurosistema)	12*
2.4	Aggregati monetari	14*
2.5	Prestiti delle IFM a famiglie e imprese non finanziarie, distinti per forma tecnica e durata originaria	16*
2.6	Tassi di interesse di mercato monetario	17*
2.7	Rendimenti dei titoli di Stato	18*
2.8	Indici del mercato azionario	19*
2.9	Tassi di interesse bancari al dettaglio	20*
3.	Emissioni e rimborsi sui mercati obbligazionari nell'area dell'euro ( <i>non inclusa in questo numero</i> )	
4.	IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro	
4.1	Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)	21*
4.2	Altri indicatori di prezzi e costi	22*
5.	Indicatori congiunturali per l'area dell'euro	
5.1	Indicatori di prodotto e di domanda	23*
5.2	Indicatori del mercato del lavoro	24*
5.3	Inchieste congiunturali	24*
6.	Risparmio, investimenti e saldi finanziari nell'area dell'euro	25*
7.	Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro e nei paesi dell'area	26*
8.	Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro e posizione di riserva dell'Eurosistema	
8.6	Riserve dell'Eurosistema e altre attività connesse	27*
9.	Commercio con l'estero dell'area dell'euro (beni)	28*
10.	Tassi di cambio	31*
11.	Indicatori economici e finanziari per gli altri Stati membri della UE	32*
12.	Indicatori economici e finanziari per i principali paesi non-UE	
12.1	Indicatori economici e finanziari	33*
12.2	Risparmio, investimenti e saldi finanziari	34*
	<b>Note generali</b>	35*

# I Statistiche sulla politica monetaria

## Tavola I.1

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

(milioni di euro)

### 1. Attività

		Oro e crediti in oro	Attività in valuta su non residenti dell'area dell'euro	Attività in valuta su altri residenti dell'area dell'euro	Attività in euro su non residenti dell'area dell'euro	Prestiti a controparti del settore finanziario dell'area dell'euro	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni temporanee di fine-tuning
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	1 gen.	99.598	230.342	6.704	8.939	185.120	144.924	24.698	6.680
	8	99.598	234.128	5.255	8.786	174.769	145.067	22.230	49
	15	99.589	235.398	6.541	8.110	173.146	122.898	44.998	0
	22	99.589	235.387	7.277	7.238	155.287	106.918	44.998	0
	29	99.589	233.019	7.385	9.094	182.912	127.967	44.998	0
	5 feb.	99.589	231.709	7.454	6.702	177.831	130.994	44.993	0
	12	99.589	231.409	8.104	6.176	173.248	126.879	44.993	0
	19	99.589	232.211	8.448	5.277	173.527	126.830	44.993	0
	26	99.589	228.797	9.338	4.430	186.437	139.938	45.001	0
	5 mar.	99.589	228.538	8.591	4.890	190.857	144.836	45.001	0
	12	99.589	227.441	9.834	3.990	188.013	141.819	45.001	0
	19	99.589	228.150	9.027	4.445	165.292	119.020	45.001	0
	26	99.589	228.549	8.925	3.780	192.221	146.030	45.005	0
	2 apr.	105.323	242.761	10.618	3.492	187.687	140.975	44.994	0

### 2. Passività

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

Fonte: BCE.

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

Operazioni temporanee di tipo strutturale	Operazioni di rifinanziamento marginale	Crediti connessi a scarti di garanzia	Altri crediti	Titoli in euro emessi da residenti dell'area dell'euro	Debito delle Amministrazioni pubbliche	Altre attività	Totale attività		
0	6.372	26	2.420	21.650	60.125	84.683	697.160	1999	1 gen.
0	5.434	24	1.966	20.914	60.125	81.554	685.128		8
0	2.655	58	2.537	21.335	60.130	82.743	686.992		15
0	2.111	80	1.180	21.794	60.183	80.867	667.622		22
0	8.700	127	1.120	22.096	60.185	80.358	694.638		29
0	592	101	997	22.549	60.185	81.428	687.447		5 feb.
0	210	102	1.064	23.255	60.185	78.270	680.236		12
0	592	95	1.017	23.868	60.185	78.786	681.891		19
0	423	102	973	24.281	60.185	79.584	692.641		26
0	97	62	861	24.638	60.185	80.785	698.073		5 mar.
0	161	95	937	25.365	60.185	78.637	693.054		12
0	188	118	965	25.036	60.185	76.559	668.283		19
0	171	149	866	26.107	60.185	80.040	699.396		26
0	665	178	875	26.640	60.186	81.041	717.748		2 apr.

Passività in euro verso altri residenti dell'area dell'euro	Passività in euro verso non residenti dell'area dell'euro	Passività in valuta verso altri residenti dell'area dell'euro	Passività in valuta verso non residenti dell'area dell'euro	Contropartite dei DSP del FMI	Rivalutazioni	Capitale e riserve	Altre passività	Totale passività		
61.477	9.969	595	3.314	5.765	59.931	52.567	60.690	697.160	1999	1 gen.
32.203	11.538	1.051	3.929	5.765	59.681	52.807	63.950	685.128		8
33.020	10.899	1.529	4.068	5.767	59.681	51.197	68.448	686.992		15
43.442	9.148	1.297	4.344	5.767	59.681	51.275	66.492	667.622		22
56.652	14.049	1.618	4.325	5.767	59.658	51.279	77.753	694.638		29
44.017	8.161	810	5.827	5.767	59.658	51.279	62.878	687.447		5 feb.
43.556	7.840	733	6.395	5.767	59.658	51.279	59.969	680.236		12
54.905	8.052	746	7.172	5.767	59.658	51.279	60.875	681.891		19
62.143	7.739	777	6.385	5.767	59.658	51.280	62.065	692.641		26
49.724	7.141	778	6.910	5.767	59.658	51.280	61.229	698.073		5 mar.
53.503	7.820	828	6.860	5.767	59.658	51.281	58.949	693.054		12
49.493	8.100	856	6.729	5.767	59.658	51.281	59.611	668.283		19
64.280	7.663	856	7.780	5.767	59.658	51.281	62.917	699.396		26
48.234	8.468	917	7.381	6.043	78.685	54.146	63.535	717.748		2 apr.

## Tavola I.2

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

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

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

Fonte: BCE.

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

## Tavola I.3

### Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema svolte mediante asta

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

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

Fonte: BCE.

## Tavola 1.4

### Statistiche sulla riserva obbligatoria

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

(milioni di euro)

Passività soggette	Totale	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2%			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0%		
		Depositi (in conto corrente, con durata prestabilita e rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Titoli obbligazionari con durata fino a 2 anni	Titoli di mercato monetario	Depositi (con durata prestabilita e rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Pronti contro termine	Titoli obbligazionari oltre i due anni
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 gen.	8.408,5	4.726,4	87,3	133,4	1.101,9	448,1	1.911,4
fine gen.	8.599,0	4.837,2	78,3	142,2	1.105,4	510,6	1.925,2
fine feb. (p)	8.621,9	4.802,5	82,4	141,1	1.110,9	541,1	1.944,0

Fonte: BCE.

- 1) Le passività verso altre istituzioni creditizie soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le BCN sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle sue emissioni di titoli obbligazionari con scadenza fino a 2 anni e dei titoli di mercato monetario detenuti dalle istituzioni indicate, può dedurre il 10 per cento di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva.
- 2) L'aggregato soggetto a riserva delle istituzioni creditizie, relativo al 1° gennaio 1999, è stato utilizzato per calcolare la riserva minima per il periodo di mantenimento iniziato il 1° gennaio 1999 e terminato il 23 febbraio 1999. I successivi periodi di mantenimento decorrono dal giorno 24 di ciascun mese al giorno 23 del mese successivo; l'ammontare dell'obbligo di riserva è calcolato in base alle consistenze delle passività soggette a riserva alla fine del mese precedente.

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

(milioni di euro; interessi espressi come percentuale annua)

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

Fonte: BCE.

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



## Tavola I.5

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

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

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

Fonte: BCE.

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



## 2 Andamenti monetari e finanziari nell'area dell'euro

**Tavola 2.1**

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

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

### 1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro				Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro			Attività sull'estero <sup>3)</sup>	Immobiliizzazioni	Altre attività	Totale attività
	Istituzioni finanziarie monetarie	Amm. pubb.	Altri residenti nell'area dell'euro	Altri da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro	Istituzioni finanziarie monetarie	Amm. pubb.	Altri residenti nell'area dell'euro	Altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Istituzioni finanziarie monetarie	Altri residenti nell'area dell'euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1998 gen.	234,9	213,3	21,2	0,4	111,7	1,0	109,3	1,5	2,9	0,5	2,4	294,3	7,2	42,5	693,5
feb.	257,7	235,9	21,2	0,7	108,2	1,0	105,8	1,5	2,9	0,6	2,4	294,6	7,3	43,8	714,5
mar.	242,7	221,3	21,2	0,2	106,6	1,2	104,2	1,3	3,0	0,6	2,4	294,0	7,5	40,8	694,6
apr.	237,2	215,6	21,2	0,4	102,5	1,4	100,2	0,9	3,0	0,6	2,5	298,4	7,6	45,2	693,9
mag.	239,3	217,8	21,2	0,3	101,9	1,6	99,4	0,9	3,0	0,6	2,5	301,7	7,7	48,2	701,8
giu.	325,0	303,7	21,1	0,2	105,4	4,8	99,7	0,8	3,2	0,8	2,5	288,4	7,8	49,4	779,2
lug.	338,2	316,9	21,1	0,2	87,8	1,1	85,9	0,8	4,7	2,1	2,6	292,5	8,0	51,4	782,6
ago.	339,9	318,5	21,1	0,2	88,1	0,9	86,3	0,9	4,7	2,0	2,7	290,4	8,0	56,3	787,4
set.	326,8	305,5	21,1	0,2	82,7	1,0	81,0	0,7	4,7	2,0	2,7	288,0	8,0	51,5	761,7
ott.	326,6	305,3	21,1	0,2	73,3	0,9	71,7	0,7	4,7	2,0	2,7	297,9	8,1	51,0	761,6
nov.	322,2	300,7	21,1	0,4	78,0	1,0	76,3	0,6	4,7	2,0	2,7	305,1	8,1	52,8	770,9
dic.	225,1	204,5	20,4	0,1	87,8	1,1	86,2	0,5	5,3	1,7	3,6	317,2	8,0	48,4	691,8
1999 gen.	403,4	382,4	20,4	0,6	89,2	1,3	87,3	0,7	8,2	4,1	4,1	421,0	9,8	59,2	990,8
feb. (p)	385,1	364,1	20,4	0,6	90,7	1,5	88,7	0,5	8,3	4,2	4,1	364,4	9,9	52,9	911,3

### 2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Titoli di mercato monetario	Titoli obbligazionari	Capitale e riserve	Passività sull'estero <sup>3)</sup>	Altre passività	Totale passività
		Istituzioni finanziarie monetarie	Amm. centrale	Altre Amm. pubb./altri residenti nell'area dell'euro							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998 gen.	339,9	136,3	83,4	50,7	2,2	13,9	16,3	107,4	16,1	63,6	693,5
feb.	339,9	159,2	93,7	61,5	4,0	13,3	16,5	105,6	15,1	64,9	714,5
mar.	340,5	137,9	88,4	46,8	2,7	11,3	17,2	104,8	15,3	67,6	694,6
apr.	343,8	131,3	84,8	44,3	2,2	12,0	16,9	103,7	16,4	69,8	693,9
mag.	346,1	141,8	90,9	47,0	4,0	13,1	15,3	103,5	15,9	66,1	701,8
giu.	345,4	208,0	149,3	54,2	4,5	13,5	14,1	111,6	20,8	65,8	779,2
lug.	350,4	199,9	132,8	64,0	3,0	13,9	14,3	110,3	24,0	69,8	782,6
ago.	344,6	208,8	135,5	69,7	3,5	12,4	13,5	110,2	21,6	76,3	787,4
set.	341,5	195,9	124,4	67,1	4,5	11,2	12,8	106,4	23,2	70,7	761,7
ott.	342,3	198,2	129,2	64,7	4,3	11,7	11,8	106,6	22,6	68,4	761,6
nov.	344,1	210,5	147,3	56,8	6,4	12,5	11,6	103,3	20,0	68,9	770,9
dic.	359,0	146,8	89,0	54,9	2,9	7,2	6,7	97,0	18,6	56,5	691,8
1999 gen.	343,8	342,7	286,2	50,3	6,2	6,3	5,3	123,5	99,3	69,9	990,8
feb. (p)	339,4	331,6	269,9	55,0	6,7	6,3	5,3	120,6	49,9	58,2	911,3

Fonte: BCE.

- 1) La Banca centrale europea è stata istituita il 1° giugno del 1998. I dati relativi all'Eurosistema si riferiscono alla BCE (a partire dal giugno 1998) e alle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro.
- 2) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 3) Comprende anche posizioni lorde di natura temporanea nei confronti delle banche centrali nazionali degli Stati membri non facenti parte dell'area dell'euro, derivanti dal funzionamento del sistema TARGET, per un ammontare di circa 75 miliardi di euro alla fine di gennaio e di circa 27 miliardi di euro alla fine di febbraio 1999.

## Tavola 2.2

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

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

#### 1. Attività

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro				Titoli di mercato monetar.	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro			Attività sull'estero	Immobilizzazioni	Altre attività	Totale attività
	1	IFM	Amm. pubb.	Altri residenti nell'area dell'euro	5	IFM	Amm. pubb.	Altri residenti nell'area dell'euro		10	IFM	Altri residenti nell'area dell'euro				
1998 gen.	8.501,3	2.974,4	806,4	4.720,6	1.911,0	648,2	1.074,0	188,9	104,8	351,1	102,2	248,9	1.597,3	236,4	827,8	13.529,7
feb.	8.538,7	2.986,8	807,9	4.744,0	1.932,1	651,8	1.086,2	194,1	106,3	363,6	106,6	257,1	1.623,6	236,7	833,1	13.634,1
mar.	8.561,6	2.979,8	806,0	4.775,8	1.957,2	654,9	1.103,7	198,6	105,1	384,3	110,9	273,4	1.676,7	238,0	812,9	13.735,8
apr.	8.617,1	2.999,7	810,9	4.806,5	1.978,1	664,3	1.114,8	199,1	105,7	396,0	114,0	282,0	1.634,0	238,2	832,4	13.801,5
mag.	8.618,2	2.994,0	799,7	4.824,4	2.000,0	670,8	1.126,5	202,7	105,7	403,9	116,4	287,5	1.632,9	247,0	846,3	13.854,0
giu.	8.752,6	3.070,5	805,8	4.876,4	2.014,5	681,3	1.137,6	195,5	104,1	401,0	118,2	282,8	1.674,8	240,2	736,9	13.924,1
lug.	8.732,2	3.013,8	801,4	4.917,0	2.035,7	697,5	1.137,2	201,0	104,0	392,2	117,2	275,1	1.632,7	235,3	780,6	13.912,7
ago.	8.756,1	3.035,8	803,9	4.916,4	2.041,4	703,8	1.136,1	201,6	103,7	386,4	118,2	268,3	1.641,1	236,3	769,8	13.934,8
set.	8.820,5	3.049,0	806,9	4.964,6	2.047,5	709,6	1.135,8	202,2	102,2	379,7	109,6	270,1	1.624,9	237,0	782,8	13.994,6
ott.	8.943,6	3.131,9	812,8	4.998,9	2.070,4	709,9	1.154,6	205,9	101,9	386,8	115,7	271,1	1.621,2	239,0	782,9	14.145,8
nov.	9.072,1	3.209,2	819,6	5.043,3	2.071,8	719,4	1.151,8	200,6	108,9	401,2	116,7	284,5	1.666,1	241,2	796,1	14.357,4
dic.	9.048,1	3.130,4	821,3	5.096,4	2.033,3	731,4	1.107,5	194,4	102,6	423,0	120,2	302,8	1.587,8	243,3	795,1	14.233,2
1999 gen.	9.267,8	3.345,8	818,3	5.103,8	2.062,2	739,1	1.116,7	206,4	103,7	431,0	102,1	328,9	1.632,7	244,0	955,5	14.696,9
feb. (p)	9.166,8	3.234,6	820,8	5.111,4	2.079,3	747,2	1.131,0	201,2	108,2	442,7	108,4	334,3	1.587,5	242,8	974,2	14.601,5

#### 2. Passività

	Circolante	Depositi di residenti nell'area dell'euro								Quote o partecip. a fondi di investim. monet.	Titoli obbligazionari	Titoli di mercato monet.	Capitale e riserve	Passività sull'estero	Altre passività	Totale passività						
		1	IFM	Amm. centrale	Altre Amm. pubbliche /altri residenti nell'area dell'euro	In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavv.	Pronti contro termine								2	3	4	5	6	7
1998 gen.	0,4	7.782,9	3.029,5	95,6	4.657,8	1.177,2	1.921,6	1.341,8	217,1	253,7	1.944,5	145,2	690,8	1.436,0	1.276,2	13.529,7						
feb.	0,4	7.831,2	3.066,1	98,4	4.666,7	1.178,9	1.926,4	1.345,1	216,3	255,7	1.967,8	147,2	696,0	1.469,8	1.266,0	13.634,1						
mar.	0,4	7.837,8	3.077,0	92,8	4.668,0	1.208,1	1.901,3	1.346,4	212,2	255,5	1.985,1	149,5	710,3	1.521,2	1.276,0	13.735,8						
apr.	0,4	7.868,5	3.079,7	97,2	4.691,6	1.222,5	1.916,4	1.346,0	206,6	258,3	1.999,4	156,3	702,6	1.492,4	1.323,6	13.801,5						
mag.	0,4	7.890,6	3.092,8	88,2	4.709,6	1.239,5	1.914,1	1.347,9	208,2	261,2	2.012,1	150,9	712,2	1.485,2	1.341,4	13.854,0						
giu.	0,4	7.999,7	3.174,8	94,0	4.730,9	1.287,0	1.893,9	1.346,5	203,4	259,8	2.041,2	145,9	718,7	1.496,1	1.262,3	13.924,1						
lug.	0,4	7.962,4	3.163,3	92,4	4.706,8	1.248,0	1.897,4	1.345,9	215,5	259,8	2.061,8	152,8	720,1	1.472,9	1.282,5	13.912,7						
ago.	0,4	7.982,7	3.183,7	95,4	4.703,5	1.238,9	1.908,8	1.347,6	208,2	264,7	2.072,6	152,9	720,1	1.475,8	1.265,6	13.934,8						
set.	0,4	8.014,5	3.212,6	96,3	4.705,6	1.260,0	1.891,3	1.346,6	207,7	260,3	2.074,8	153,2	718,4	1.484,9	1.288,1	13.994,6						
ott.	0,4	8.105,9	3.285,9	97,0	4.723,0	1.265,2	1.889,6	1.349,8	218,3	258,4	2.077,7	160,2	722,5	1.532,4	1.288,3	14.145,8						
nov.	0,4	8.214,3	3.370,6	98,2	4.745,5	1.305,2	1.889,5	1.352,5	198,3	259,6	2.093,6	168,6	724,3	1.600,1	1.296,5	14.357,4						
dic.	0,4	8.233,0	3.283,2	101,3	4.848,4	1.379,2	1.906,9	1.384,4	178,0	244,2	2.091,0	165,3	727,5	1.516,2	1.255,6	14.233,2						
1999 gen.	0,4	8.369,7	3.424,7	87,5	4.857,4	1.400,0	1.881,1	1.401,2	175,1	273,5	2.125,5	174,1	744,7	1.603,4	1.405,6	14.696,9						
feb. (p)	0,4	8.271,2	3.337,0	91,2	4.843,0	1.373,3	1.878,7	1.403,5	187,5	293,3	2.150,4	179,1	749,2	1.601,0	1.356,9	14.601,5						

Fonte: BCE.

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

## Tavola 2.3

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

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

#### 1. Attività: consistenze

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività sull'estero <sup>4)</sup>	Immobiliizzazioni	Altre attività	Totale attività
	1	Amm. pubbliche 2	Altri residenti nell'area dell'euro 3	4	Amm. pubbliche 5	Altri residenti nell'area dell'euro 6					
1998 gen.	5.548,5	827,5	4.721,0	1.373,6	1.183,2	190,4	251,4	1.891,6	243,6	841,2	10.149,9
feb.	5.573,8	829,1	4.744,7	1.387,6	1.192,0	195,6	259,4	1.918,2	244,0	848,2	10.231,2
mar.	5.603,2	827,2	4.776,0	1.407,7	1.207,9	199,8	275,9	1.970,7	245,5	824,5	10.327,5
apr.	5.639,0	832,1	4.806,9	1.414,9	1.215,0	199,9	284,4	1.932,4	245,8	848,1	10.364,6
mag.	5.645,6	820,9	4.824,7	1.429,4	1.225,9	203,5	290,0	1.934,6	254,7	865,2	10.419,5
giu.	5.703,4	826,9	4.876,6	1.433,7	1.237,3	196,4	285,3	1.963,3	248,0	755,8	10.389,5
lug.	5.739,7	822,5	4.917,2	1.424,9	1.223,1	201,8	277,7	1.925,2	243,3	801,7	10.412,5
ago.	5.741,6	825,0	4.916,7	1.424,8	1.222,4	202,4	270,9	1.931,5	244,3	795,9	10.409,0
set.	5.792,8	828,0	4.964,8	1.419,6	1.216,7	202,9	272,8	1.912,9	245,0	804,4	10.447,5
ott.	5.833,1	833,9	4.999,1	1.432,9	1.226,3	206,6	273,8	1.919,1	247,1	804,5	10.510,5
nov.	5.884,4	840,7	5.043,7	1.429,4	1.228,1	201,3	287,2	1.971,2	249,3	818,6	10.640,1
dic.	5.938,2	841,6	5.096,6	1.388,6	1.193,7	194,9	306,5	1.905,0	251,3	807,8	10.597,4
1999 gen.	5.943,0	838,7	5.104,3	1.411,0	1.204,0	207,1	333,0	2.053,8	253,9	983,9	10.978,6
feb. (p)	5.953,2	841,2	5.112,0	1.421,4	1.219,6	201,8	338,4	1.951,9	252,8	996,9	10.914,6

#### 2. Passività: consistenze

	Circolante	Depositi della Amm. centrale	Depositi di altre Amm. pubb./altri residenti nell'area dell'euro				Pronti contro termine	Quote o di fondi di investimento monetario /titoli di mercato monetario	Titoli obbligaz.	Capitale e riserve	Passività sull'estero <sup>4)</sup>	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale passività
			In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavviso	7								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998 gen.	311,4	146,3	4.660,0	1.179,4	1.921,6	1.341,8	217,1	308,0	1.311,7	695,6	1.452,0	1.339,7	-74,8	10.149,9
feb.	311,7	160,0	4.670,7	1.182,9	1.926,4	1.345,1	216,3	309,8	1.331,6	694,5	1.484,9	1.330,9	-62,9	10.231,2
mar.	311,8	139,6	4.670,8	1.210,8	1.901,3	1.346,4	212,2	311,2	1.346,2	703,7	1.536,6	1.343,4	-35,8	10.327,5
apr.	314,8	141,6	4.693,8	1.224,7	1.916,5	1.346,0	206,6	320,9	1.350,6	691,8	1.508,8	1.393,1	-50,8	10.364,6
mag.	317,2	135,1	4.713,7	1.243,5	1.914,1	1.347,9	208,2	319,4	1.355,0	698,8	1.501,2	1.407,3	-28,2	10.419,5
giu.	315,5	148,2	4.735,4	1.291,5	1.893,9	1.346,5	203,4	315,1	1.369,1	711,4	1.516,9	1.328,0	-50,1	10.389,5
lug.	320,6	156,4	4.709,8	1.251,0	1.897,4	1.345,9	215,5	322,3	1.377,5	711,2	1.496,9	1.352,4	-34,6	10.412,5
ago.	314,9	165,2	4.707,0	1.242,5	1.908,8	1.347,6	208,2	326,2	1.381,3	710,1	1.497,4	1.342,0	-35,1	10.409,0
set.	311,9	163,3	4.710,1	1.264,5	1.891,3	1.346,6	207,7	322,5	1.377,0	713,2	1.508,1	1.359,0	-17,6	10.447,5
ott.	313,4	161,7	4.727,3	1.269,5	1.889,6	1.349,8	218,3	328,5	1.378,6	711,5	1.555,0	1.356,7	-22,2	10.510,5
nov.	314,3	155,0	4.751,9	1.311,5	1.889,5	1.352,5	198,4	331,8	1.384,8	708,8	1.620,1	1.365,4	8,0	10.640,1
dic.	323,7	156,2	4.851,3	1.382,1	1.906,9	1.384,4	178,0	314,0	1.365,2	702,6	1.534,8	1.312,3	37,3	10.597,4
1999 gen.	313,6	137,9	4.863,6	1.406,2	1.881,1	1.401,2	175,1	350,2	1.390,5	761,9	1.702,7	1.475,5	-17,3	10.978,6
feb. (p)	309,8	146,2	4.849,7	1.380,0	1.878,7	1.403,5	187,5	370,6	1.407,0	757,2	1.650,9	1.415,0	8,2	10.914,6

Fonte: BCE.

- 1) La Banca centrale europea è stata istituita il 1° giugno del 1998. I dati relativi all'Eurosistema si riferiscono alla BCE (a partire dal giugno 1998) e alle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro.
- 2) I dati hanno subito revisioni alla luce di informazioni più recenti. Eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
- 3) Calcolati dalle variazioni mensili nei livelli, corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e qualsiasi altro tipo di variazioni non derivanti da transazioni.
- 4) Comprende anche posizioni lorde di natura temporanea nei confronti delle banche centrali nazionali degli Stati membri non facenti parte dell'area dell'euro, derivanti dal funzionamento del sistema TARGET, per un ammontare di circa 75 miliardi di euro alla fine di gennaio 1999 e di circa 27 miliardi di euro alla fine di febbraio 1999.
- 5) Si prevede che i dati siano disponibili per il numero di maggio 1999 di questo Bollettino.

### 3. Attività: flussi <sup>3)</sup>

	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli diversi da azioni emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività sull'estero <sup>5)</sup>	Immobilizzazioni	Altre attività	Totale attività <sup>5)</sup>
	1	2	3	4	5	6					
1998 feb.	26,3	1,6	24,7	14,0	8,8	5,3	8,0	.	0,4	7,2	.
mar.	30,1	-1,9	32,0	19,2	15,1	4,2	16,4	.	1,5	-24,0	.
apr.	38,4	5,0	33,4	7,7	7,4	0,3	8,5	.	0,3	27,0	.
mag.	7,2	-11,1	18,3	14,7	11,0	3,7	5,6	.	9,0	18,7	.
giu.	66,6	5,9	60,7	2,9	10,7	-7,8	-5,9	.	-6,7	-106,3	.
lug.	39,1	-4,3	43,3	-11,8	-17,4	5,6	-6,8	.	-4,7	49,2	.
ago.	1,7	2,5	-0,7	-0,2	-0,8	0,6	-6,7	.	1,0	-5,8	.
set.	55,6	3,2	52,3	-5,0	-5,8	0,8	1,9	.	0,6	14,5	.
ott.	44,3	7,7	36,6	16,2	9,7	6,4	1,0	.	2,1	2,3	.
nov.	52,2	6,7	45,5	-3,7	1,8	-5,4	13,5	.	2,2	10,5	.
dic.	58,7	1,0	57,6	-39,9	-33,4	-6,4	19,2	.	2,0	-5,9	.
1999 gen.	58,2	3,2	55,1	8,4	11,2	-2,8	7,5	.	0,1	156,5	.
feb. (p)	7,4	2,4	5,1	9,9	15,4	-5,5	5,4	.	-1,1	10,0	.

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

	Circolante	Depositi della Amm. centrale	Depositi di altre Amm. pubb./altri residenti nell'area dell'euro					Quote o di fondi di investimento monetario /titoli di mercato monetario	Titoli obbligaz.	Capitale e riserve	Passività sull'estero <sup>5)</sup>	Altre passività	Eccesso di passività tra le IFM	Totale passività <sup>5)</sup>
			In conto corrente	Con durata prestab.	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine	8							
1998 feb.	0,4	13,6	11,2	3,7	5,1	3,2	-0,8	1,7	20,5	-0,9	.	.	11,8	.
mar.	0,0	-20,4	-1,0	27,5	-25,7	1,3	-4,1	1,9	14,7	11,1	.	.	27,2	.
apr.	3,0	2,0	25,5	14,8	16,7	-0,4	-5,6	9,8	8,1	-11,8	.	.	-15,1	.
mag.	2,4	-6,5	20,8	19,1	-1,8	1,9	1,6	-1,9	6,8	6,8	.	.	22,5	.
giu.	-1,7	13,1	20,6	47,5	-20,8	-1,4	-4,8	-4,5	14,5	14,9	.	.	-23,8	.
lug.	5,2	8,2	-23,5	-39,7	4,7	-0,6	12,1	7,2	11,4	-1,4	.	.	17,0	.
ago.	-5,7	8,8	-2,7	-8,5	11,4	1,7	-7,3	3,8	3,3	-0,7	.	.	-0,5	.
set.	-3,1	-1,8	8,2	23,8	-14,3	-0,9	-0,5	-3,2	1,0	3,2	.	.	17,3	.
ott.	1,5	-1,6	26,2	5,2	4,8	5,3	10,9	6,2	2,0	-2,0	.	.	-4,9	.
nov.	0,9	-6,7	22,1	41,1	-1,6	2,4	-19,9	2,1	5,2	-2,5	.	.	30,2	.
dic.	9,4	1,2	101,9	71,1	19,4	31,8	-20,5	-13,2	-20,4	-5,5	.	.	28,3	.
1999 gen.	-9,3	-6,3	22,0	21,9	-10,0	14,7	-4,6	13,0	17,5	17,0	.	.	-33,1	.
feb. (p)	-3,8	8,4	-23,8	-27,4	-11,0	2,2	12,4	19,7	13,4	-4,8	.	.	32,3	.

## Tavola 2.4

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

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

#### 1. Consistenze di fine periodo

	M1		M2				Pronti contro termine	Quote di fondi di investim. monetario/ titoli di mercato monetario	Titoli obbligazio- nari con scadenza fino a 2 anni		
	Circolante	Depositi in conto corrente	Totale	Variazione percentuale annua <sup>3)</sup>	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi				Totale	Variazione percentuale annua <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6				7	8
1998 gen.	311,4	1.250,5	1.561,9	8,1	907,9	1.177,5	3.647,3	4,0	217,1	308,0	72,8
feb.	311,7	1.251,0	1.562,8	8,6	904,5	1.181,6	3.648,9	4,2	216,3	309,8	77,6
mar.	311,8	1.280,7	1.592,5	9,1	878,2	1.183,4	3.654,0	4,4	212,2	311,2	83,8
apr.	314,8	1.292,8	1.607,6	10,6	892,0	1.185,2	3.684,8	5,1	206,6	320,9	84,3
mag.	317,2	1.309,9	1.627,1	10,3	888,3	1.189,2	3.704,6	5,2	208,2	319,4	87,5
giu.	315,5	1.358,6	1.674,0	9,8	870,6	1.188,9	3.733,6	5,2	203,4	315,1	86,6
lug.	320,6	1.318,5	1.639,2	8,3	872,0	1.189,5	3.700,7	4,4	215,5	322,3	92,2
ago.	314,9	1.309,5	1.624,4	8,4	878,8	1.192,4	3.695,6	4,3	208,2	326,2	86,8
set.	311,9	1.330,1	1.641,9	8,1	866,3	1.192,2	3.700,4	4,6	207,7	322,5	81,2
ott.	313,4	1.334,0	1.647,4	8,3	868,8	1.195,7	3.711,9	4,6	218,3	328,5	84,6
nov.	314,3	1.376,1	1.690,4	8,6	872,8	1.198,2	3.761,4	5,0	198,4	331,8	81,8
dic.	323,7	1.448,1	1.771,8	9,4	884,6	1.229,3	3.885,7	5,7	178,0	314,0	68,8
1999 gen.	313,6	1.469,6	1.783,2	-	881,5	1.245,8	3.910,5	-	175,1	350,2	54,3
feb. (p)	309,8	1.440,8	1.750,5	-	867,3	1.249,5	3.867,4	-	187,5	370,6	57,1

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

	M1		M2				Pronti contro termine	Quote di fondi di investim. monetario/ titoli di mercato monetario	Titoli obbligazio- nari con scadenza fino a 2 anni		
	Circolante	Depositi in conto corrente	Totale	Variazione percentuale annua <sup>3)</sup>	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi				Totale	Variazione percentuale annua <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6				7	8
1998 feb.	0,4	0,7	1,0	-	-3,1	4,1	2,0	-	-0,8	1,7	4,9
mar.	0,0	29,3	29,4	-	-26,8	1,8	4,3	-	-4,1	1,9	6,1
apr.	3,0	12,9	16,0	-	14,9	1,8	32,7	-	-5,6	9,8	0,9
mag.	2,4	17,4	19,8	-	-3,3	4,0	20,6	-	1,6	-1,9	3,3
giu.	-1,7	48,2	46,4	-	-18,2	-0,3	28,0	-	-4,8	-4,5	-0,9
lug.	5,2	-39,3	-34,1	-	2,3	0,6	-31,3	-	12,1	7,2	5,8
ago.	-5,7	-9,0	-14,8	-	6,8	3,0	-5,0	-	-7,3	3,8	-5,5
set.	-3,1	22,3	19,3	-	-10,2	-0,2	9,0	-	-0,5	-3,2	-5,1
ott.	1,5	4,2	5,7	-	7,9	5,6	19,3	-	10,9	6,2	8,6
nov.	0,9	41,2	42,1	-	2,9	2,3	47,3	-	-19,9	2,1	-2,6
dic.	9,4	72,5	81,9	-	13,6	30,7	126,1	-	-20,5	-13,2	-13,0
1999 gen.	-9,3	19,3	9,9	14,3	-11,9	14,9	12,9	7,3	-4,6	13,0	-8,3
feb. (p)	-3,8	-30,0	-33,8	12,0	-15,5	3,7	-45,6	6,0	12,4	19,7	2,4

Fonte: BCE.

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

M3			Per memoria: passività non monetarie delle istituzioni finanziarie monetarie							Totale	
Totale	Variazione percentuale annua <sup>3)</sup>	Media mobile centrata di tre mesi	Depositi			Titoli obbligazionari con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve				
12	13	14	15	Con durata prestabilita oltre i 2 anni	Rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	17	18		19		
4.245,2	4,6	4,5	1.232,1	1.014,4	217,7	1.239,0	695,6	3.166,7	1998 gen.		
4.252,5	4,5	4,6	1.240,0	1.022,5	217,5	1.254,0	694,5	3.188,5	feb.		
4.261,2	4,6	4,7	1.240,6	1.023,8	216,8	1.262,5	703,7	3.206,7	mar.		
4.296,7	5,1	4,8	1.239,8	1.025,1	214,7	1.266,2	691,8	3.197,8	apr.		
4.319,7	4,9	4,9	1.239,3	1.026,3	213,0	1.267,5	698,8	3.205,7	mag.		
4.338,8	4,8	4,7	1.236,0	1.024,0	212,0	1.282,5	711,4	3.229,8	giu.		
4.330,8	4,6	4,6	1.236,6	1.025,8	210,8	1.285,2	711,2	3.233,1	lug.		
4.316,8	4,3	4,4	1.240,4	1.030,5	209,9	1.294,6	710,1	3.245,1	ago.		
4.311,8	4,4	4,5	1.234,8	1.025,5	209,3	1.295,8	713,2	3.243,7	set.		
4.343,3	4,8	4,6	1.230,4	1.021,3	209,1	1.294,1	711,5	3.235,9	ott.		
4.373,4	4,6	4,6	1.226,7	1.017,2	209,5	1.302,9	708,8	3.238,4	nov.		
4.446,6	4,5	4,9	1.237,5	1.022,8	214,6	1.296,3	702,6	3.236,4	dic.		
4.490,1	-	-	1.214,7	1.000,4	214,4	1.336,2	761,9	3.312,8	1999 gen.		
4.482,5	-	-	1.225,8	1.012,2	213,6	1.349,9	757,2	3.333,0	feb. (p)		

M3			Per memoria: passività non monetarie delle istituzioni finanziarie monetarie							Totale	
Totale	Variazione percentuale annua <sup>3)</sup>	Media mobile centrata di tre mesi	Depositi			Titoli obbligazionari con scadenza oltre 2 anni	Capitale e riserve				
12	13	14	15	Con durata prestabilita oltre i 2 anni	Rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	17	18		19		
7,8	-	-	8,0	8,2	-0,2	15,6	-0,9	22,7	1998 feb.		
8,3	-	-	0,4	1,1	-0,8	8,5	11,1	20,0	mar.		
37,8	-	-	-0,2	1,8	-2,0	7,2	-11,8	-4,8	apr.		
23,6	-	-	-0,3	1,4	-1,7	3,5	6,8	10,0	mag.		
17,8	-	-	-3,5	-2,6	-1,0	15,4	14,9	26,7	giu.		
-6,1	-	-	1,0	2,2	-1,2	5,5	-1,4	5,2	lug.		
-14,0	-	-	3,7	4,6	-0,9	8,9	-0,7	11,9	ago.		
0,3	-	-	-4,7	-4,1	-0,6	6,1	3,2	4,6	set.		
44,9	-	-	-3,4	-3,2	-0,2	-6,5	-2,0	-11,9	ott.		
26,9	-	-	-4,0	-4,4	0,4	7,8	-2,5	1,2	nov.		
79,4	-	-	11,4	5,9	5,5	-7,4	-5,5	-1,5	dic.		
13,0	5,6	5,1	1,9	2,2	-0,3	25,8	17,0	44,7	1999 gen.		
-11,1	5,2	-	3,7	4,5	-0,7	10,9	-4,8	9,8	feb. (p)		



## Tavola 2.5

### Prestiti delle IFM a famiglie e imprese non finanziarie, distinti per forma tecnica e durata originaria <sup>1) 2)</sup>

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

	Imprese non finanziarie <sup>3)</sup>			Famiglie <sup>3)</sup>						Istituzioni non a fini di lucro al servizio delle famiglie <sup>3)</sup>		
	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	Credito al consumo <sup>4)</sup>			Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>4)</sup>					
				fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	tra 1 e 5 anni	oltre 5 anni			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1998 dic. (p)	2.270,6	825,6	333,7	1.111,3	2.505,1	82,9	128,7	212,7	28,4	45,8	1.405,7	41,4

Fonte: BCE.

- 1) Eventuali mancate quadrature possono derivare da arrotondamenti.
- 2) Le consistenze sono parzialmente stimate per la non disponibilità dei dati di uno Stato membro.
- 3) I codici dei settori in ESA 95 sono i seguenti: imprese non finanziarie: S11; famiglie: S14; istituzioni non a fini di lucro al servizio delle famiglie: S15.
- 4) Le attività comprese nelle definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non coincidono del tutto tra i diversi paesi dell'area dell'euro. La colonna 6 comprende gli altri prestiti alle famiglie.

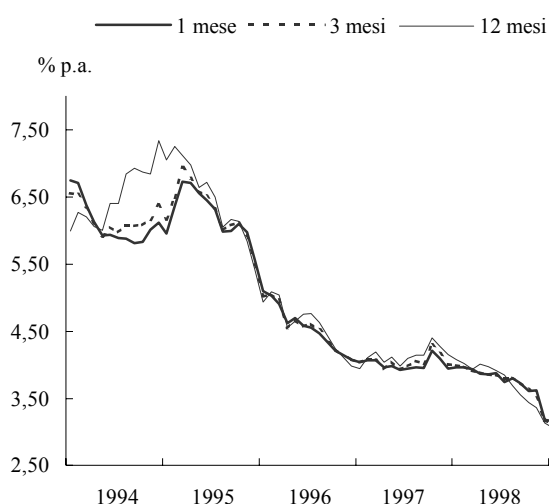
## Tavola 2.6

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

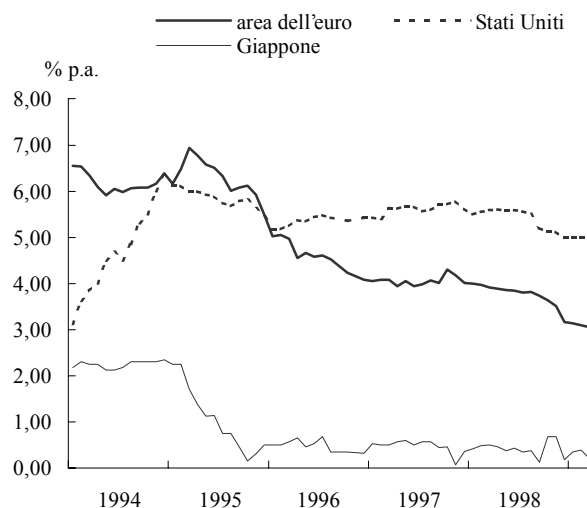
(valori percentuali in ragione d'anno) <sup>2)</sup>

	Area dell'euro <sup>3) 4)</sup>					Stati Uniti <sup>5)</sup>	Giappone <sup>5)</sup>
	Depositi overnight 1	Depositi a 1 mese 2	Depositi a 3 mesi 3	Depositi a 6 mesi 4	Depositi a 12 mesi 5	Depositi a 3 mesi 6	Depositi a 3 mesi 7
1994	5,24	6,12	6,38	6,83	7,34	6,37	2,34
1995	5,62	5,57	5,49	5,62	5,42	5,44	0,50
1996	4,04	4,08	4,08	4,06	3,98	5,43	0,31
1997	3,98	3,94	4,01	4,05	4,15	5,62	0,36
1998	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1998 mar.	3,83	3,93	3,92	3,89	3,93	5,59	0,50
apr.	3,76	3,86	3,89	3,93	4,01	5,60	0,45
mag.	3,79	3,85	3,86	3,89	3,98	5,59	0,37
giu.	3,76	3,88	3,84	3,85	3,91	5,59	0,43
lug.	3,77	3,74	3,80	3,82	3,85	5,56	0,34
ago.	3,78	3,80	3,81	3,72	3,69	5,50	0,37
set.	3,81	3,73	3,73	3,64	3,55	5,20	0,12
ott.	3,66	3,61	3,63	3,53	3,44	5,12	0,68
nov.	3,40	3,62	3,51	3,43	3,36	5,12	0,68
dic.	3,09	3,18	3,17	3,14	3,13	5,00	0,18
1999 gen.	3,14	3,16	3,14	3,10	3,07	4,99	0,35
feb.	3,12	3,13	3,09	3,04	3,03	5,00	0,38
mar.	2,93	3,05	3,05	3,02	3,05	4,99	0,20
1999 5 mar.	3,04	3,11	3,10	3,09	3,13	5,00	0,14
12	2,92	3,05	3,05	3,02	3,03	5,01	0,20
19	2,65	3,03	3,03	3,00	3,01	4,93	0,18
26	2,99	3,00	2,99	2,97	2,99	4,98	0,22
2 apr.	2,96	2,95	2,93	2,91	2,93	4,98	0,25

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



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



Fonti: Reuters e BCE.

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

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

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

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

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

## Tavola 2.7

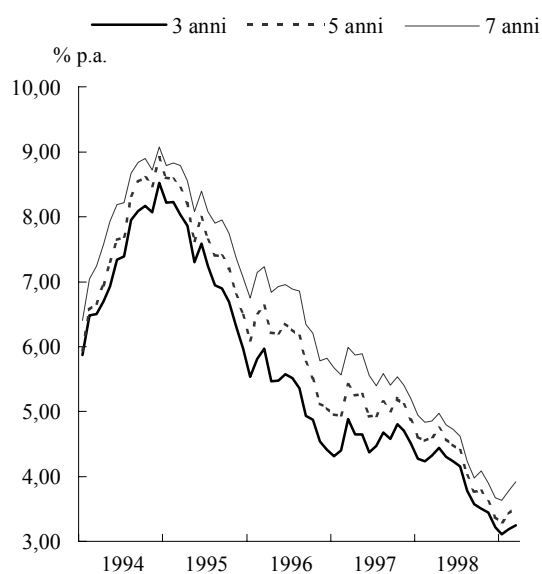
### Rendimenti dei titoli di Stato <sup>1)</sup>

(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
1994	8,08	8,52	8,91	9,08	8,18	7,21	4,24
1995	5,69	5,97	6,48	7,06	8,73	6,69	3,32
1996	4,17	4,41	5,06	5,82	7,23	6,54	3,03
1997	4,33	4,51	4,87	5,20	5,99	6,45	2,15
1998	3,16	3,22	3,38	3,67	4,71	5,33	1,30
1998 mar.	4,17	4,32	4,61	4,86	5,01	5,73	1,56
apr.	4,26	4,44	4,75	4,97	5,00	5,72	1,57
mag.	4,13	4,30	4,58	4,79	5,06	5,73	1,30
giu.	4,08	4,24	4,50	4,73	4,91	5,58	1,22
lug.	4,04	4,16	4,41	4,62	4,82	5,53	1,36
ago.	3,68	3,78	4,01	4,24	4,59	5,41	1,17
set.	3,55	3,58	3,77	3,98	4,27	4,87	0,88
ott.	3,39	3,51	3,77	4,09	4,25	4,58	0,82
nov.	3,33	3,44	3,62	3,90	4,24	4,89	0,89
dic.	3,16	3,22	3,38	3,67	3,95	4,69	1,39
1999 gen.	2,98	3,11	3,30	3,64	3,82	4,78	2,07
feb.	3,05	3,19	3,43	3,78	3,98	4,99	2,09
mar.	3,08	3,25	3,53	3,92	4,18	5,23	1,72
1999 5 mar.	3,14	3,31	3,58	3,92	4,17	5,28	1,57
12	3,04	3,21	3,49	3,89	4,16	5,17	1,73
19	3,04	3,18	3,45	3,82	4,09	5,14	1,70
26	3,02	3,19	3,49	3,93	4,21	5,18	1,70
2 apr.	2,94	3,11	3,41	3,93	4,16	5,22	1,64

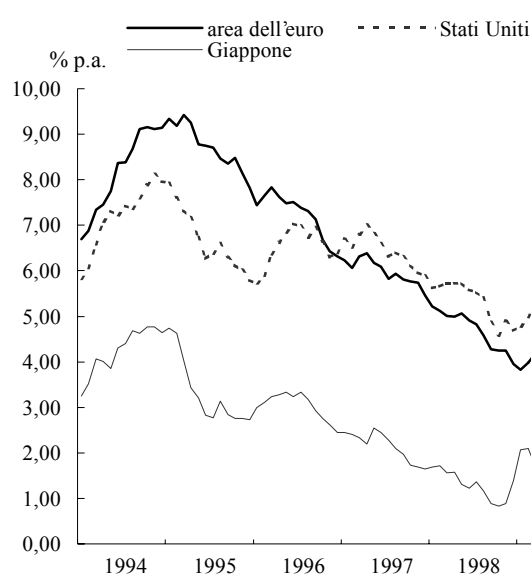
### Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(dati mensili)



### Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

(dati mensili)



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

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

## Tavola 2.8

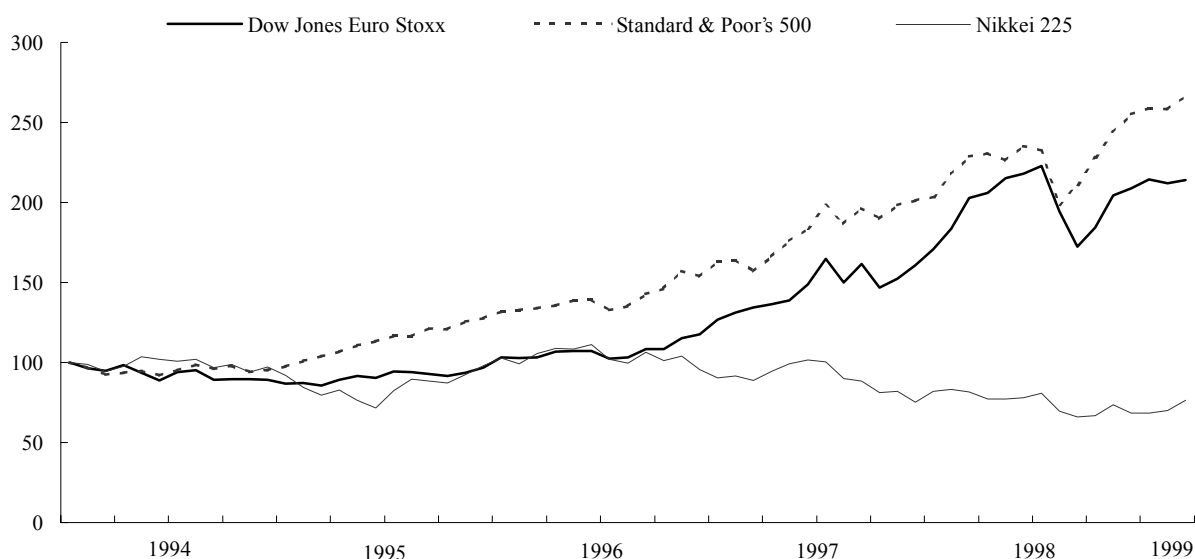
### Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones in euro											Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Indici settoriali										
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Beni di consumo ciclici	Beni di consumo non ciclici	Energetici	Finanziari	Conglomerate	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1994	127,33	1.320,59	145,88	107,82	143,90	125,92	109,29	125,91	132,31	128,66	122,60	455,19	19.299,47
1995	138,37	1.506,82	137,78	111,06	181,13	145,46	117,66	133,05	136,18	145,57	152,09	614,57	19.417,95
1996	167,75	1.850,32	145,11	120,25	274,94	180,64	137,84	156,11	171,05	153,17	192,40	743,25	20.147,27
1997	229,86	2.531,99	166,33	159,82	324,06	249,22	188,87	210,33	204,75	248,37	225,11	962,37	15.917,07
1998	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17
1998 mar.	289,46	3.153,32	196,69	197,27	390,26	278,01	249,55	239,23	270,77	335,91	268,38	1.076,83	16.840,31
apr.	293,96	3.195,43	204,90	202,37	386,70	270,47	266,59	238,17	276,74	354,64	275,98	1.112,20	15.941,29
mag.	307,44	3.357,77	211,08	207,22	401,14	280,40	276,07	248,87	302,71	378,82	285,79	1.108,42	15.514,28
giu.	311,58	3.406,82	198,55	204,62	430,65	275,47	270,69	244,59	299,67	387,80	294,99	1.108,39	15.231,29
lug.	318,06	3.480,63	182,52	195,81	436,13	255,90	291,41	226,39	301,26	417,31	305,08	1.156,58	16.370,17
ago.	277,73	3.050,59	151,13	167,11	413,58	217,55	240,10	194,28	262,30	360,33	279,30	1.074,62	15.243,98
set.	246,31	2.670,97	131,62	137,37	379,55	230,22	187,86	182,29	240,51	279,90	277,86	1.020,64	14.140,69
ott.	263,49	2.887,11	138,21	147,48	419,19	223,71	206,17	197,45	250,98	300,39	295,80	1.098,67	13.564,51
nov.	291,73	3.232,44	147,95	153,01	442,91	237,51	236,66	208,39	270,40	339,22	306,30	1.176,46	14.883,70
dic.	298,37	3.342,32	147,10	156,74	485,39	232,87	250,29	218,78	283,76	353,38	329,50	1.229,23	13.842,17
1999 gen.	306,01	3.486,40	146,59	152,92	498,08	226,40	254,13	229,20	301,23	367,41	339,23	1.246,89	13.859,26
feb.	302,69	3.450,87	149,74	152,16	496,17	225,01	246,99	229,33	312,25	366,43	330,00	1.244,93	14.168,83
mar.	305,52	3.524,19	153,81	155,94	480,73	254,11	249,73	229,77	311,75	374,45	318,57	1.284,56	15.459,81
1999 5 mar.	306,22	3.536,64	149,91	155,46	488,62	246,48	246,34	219,74	310,47	378,84	322,16	1.275,47	14.894,00
12	309,70	3.574,73	151,71	153,54	484,91	255,65	254,79	236,57	312,53	375,16	326,48	1.294,59	15.488,86
19	313,26	3.633,05	159,18	161,55	484,64	269,39	257,42	242,86	317,74	380,21	322,65	1.299,29	16.378,78
26	302,58	3.488,15	158,40	155,08	474,42	263,57	247,60	234,65	309,15	378,36	309,50	1.282,80	16.016,99
2 apr.	308,97	3.573,60	159,65	159,39	489,85	267,69	252,17	230,87	322,16	391,55	316,17	1.286,37	16.327,56

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

(base: gennaio 1994 = 100; dati mensili)



Fonte: Reuters.

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

## Tavola 2.9

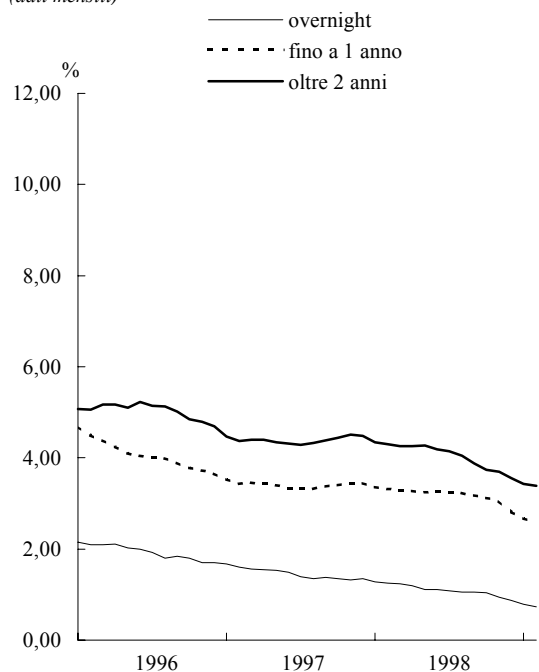
### Tassi di interesse bancari al dettaglio

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

	Tassi di interesse sui depositi						Tassi di interesse sui prestiti			
	In conto corrente	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso		Alle imprese		Alle famiglie	
			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
1996	1,94	4,09	4,69	5,04	3,05	3,16	8,64	.	11,03	7,76
1997	1,47	3,41	3,63	4,40	2,80	3,09	7,27	6,69	9,97	6,81
1998	1,11	3,20	3,22	4,06	2,61	3,25	6,42	5,94	9,39	5,98
1998 feb.	1,25	3,32	3,36	4,31	2,76	3,30	6,76	6,30	9,69	6,41
mar.	1,25	3,30	3,33	4,26	2,74	3,32	6,73	6,19	9,63	6,31
apr.	1,20	3,27	3,30	4,26	2,71	3,30	6,62	6,12	9,49	6,17
mag.	1,12	3,24	3,26	4,27	2,71	3,33	6,55	6,09	9,46	6,15
giu.	1,12	3,27	3,28	4,19	2,58	3,34	6,47	6,04	9,46	6,08
lug.	1,08	3,25	3,26	4,15	2,56	3,29	6,35	6,00	9,39	5,94
ago.	1,06	3,23	3,24	4,05	2,55	3,30	6,31	5,91	9,39	5,88
set.	1,05	3,17	3,18	3,88	2,53	3,21	6,30	5,78	9,37	5,75
ott.	1,04	3,12	3,13	3,74	2,49	3,14	6,19	5,65	9,15	5,58
nov.	0,94	3,06	3,05	3,70	2,48	3,12	6,07	5,57	9,03	5,52
dic.	0,87	2,81	2,81	3,56	2,44	3,03	5,91	5,26	8,92	5,38
1999 gen.	0,79	2,67	2,67	3,43	2,36	2,86	5,77	5,17	8,89	5,20
feb.	0,74	2,60	2,59	3,38	2,33	2,78	5,68	5,09	8,82	5,12

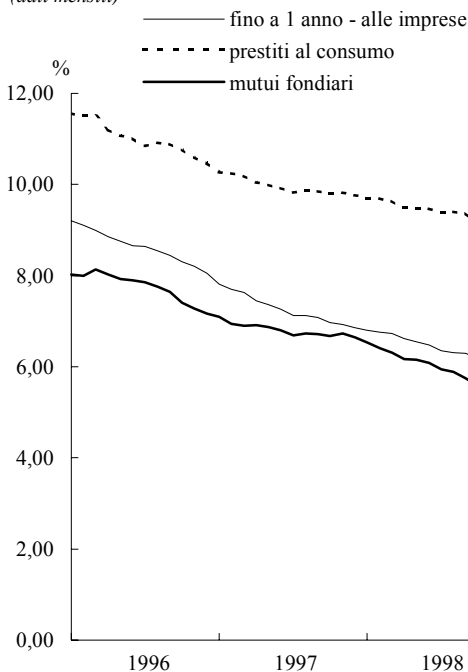
#### Tassi di interesse sui depositi

(dati mensili)



#### Tassi di interesse sui prestiti

(dati mensili)



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

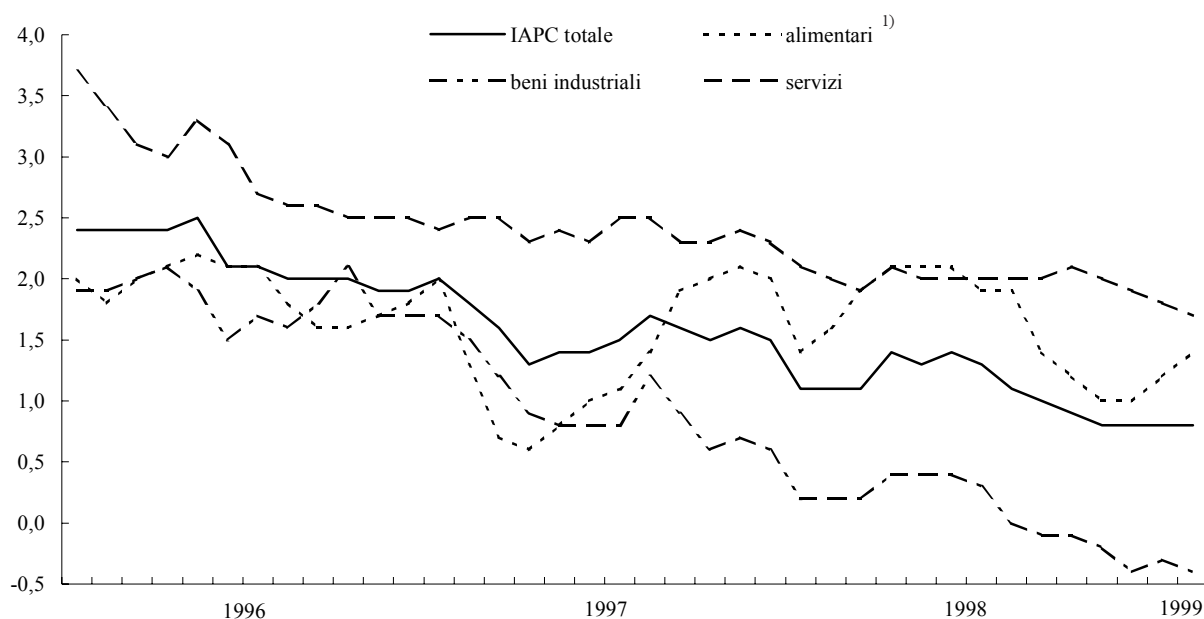
## 4 IAPC e altri prezzi nell'area dell'euro

**Tavola 4.1**

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente salvo diversa indicazione)

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



Fonte: Eurostat.

1) Include le bevande alcoliche e i tabacchi.

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

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

## Tavola 4.2

### Altri indicatori di prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali								Prezzi internazionali delle materie prime <sup>1)</sup>		
	Totale al netto delle costruzioni	Totale al netto delle costruzioni	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Durevoli	Non-durevoli	Costruzioni <sup>2)</sup>	Totale	Totale al netto dell'energia
	indice 1995 = 100										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1995	100,0	3,6	3,9	5,0	1,8	2,2	1,9	2,4	.	0,3	2,1
1996	100,4	0,4	1,0	-1,1	1,2	1,7	1,7	1,7	1,2	6,4	-6,9
1997	101,4	1,1	0,6	1,1	0,2	0,8	0,1	1,2	1,4	10,0	13,0
1998	100,6	-0,8	-0,6	-2,0	0,4	0,4	0,0	0,6	-0,1	-21,2	-12,5
1998 I trim.	101,4	0,5	0,6	-0,1	0,3	1,0	-0,2	1,6	0,3	-14,1	-0,1
II trim.	101,0	-0,2	0,0	-0,9	0,4	0,5	0,0	0,9	0,1	-16,6	-10,7
III trim.	100,4	-1,3	-1,1	-2,6	0,6	0,3	0,2	0,4	-0,3	-24,3	-18,2
IV trim.	99,5	-2,3	-2,1	-4,2	0,2	-0,2	0,1	-0,3	-0,4	-30,0	-20,5
1999 I trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-17,5	-16,0
1998 mar.	101,3	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,9	-0,2	1,4	-	-15,8	-4,7
apr.	101,2	0,1	0,4	-0,5	0,3	0,7	0,0	1,1	-	-12,2	-6,0
mag.	101,1	-0,2	-0,1	-0,9	0,4	0,5	0,0	0,7	-	-18,6	-12,8
giu.	100,8	-0,5	-0,3	-1,3	0,4	0,5	0,0	0,8	-	-18,9	-13,3
lug.	100,6	-0,8	-0,6	-1,9	0,6	0,6	0,3	0,7	-	-21,1	-14,4
ago.	100,4	-1,4	-1,2	-2,9	0,6	0,4	0,3	0,4	-	-26,3	-19,0
set.	100,2	-1,6	-1,5	-3,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-	-25,4	-20,9
ott.	99,8	-2,0	-1,8	-3,7	0,3	-0,1	0,0	-0,2	-	-30,6	-23,6
nov.	99,4	-2,4	-2,1	-4,2	0,2	-0,2	0,1	-0,4	-	-28,6	-18,4
dic.	99,1	-2,6	-2,2	-4,6	0,2	-0,2	0,1	-0,3	-	-30,8	-19,4
1999 gen.	98,8	-2,7	-2,2	-4,8	0,1	.	0,1	.	-	-23,2	-17,2
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-20,6	-16,1
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-8,3	-14,7

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

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

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

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

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

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

**Tavola 5.1**

### Indicatori di prodotto e di domanda

#### 1. Prodotto interno lordo a prezzi costanti e sue componenti

(miliardi di ecu; dati destagionalizzati; a prezzi 1990) <sup>1)</sup>

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

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

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

#### 2. Altri indicatori dell'economia reale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

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

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

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

3) Al netto della variazione dei giorni lavorativi.



## Tavola 5.2

### Indicatori del mercato del lavoro

(dati destagionalizzati)

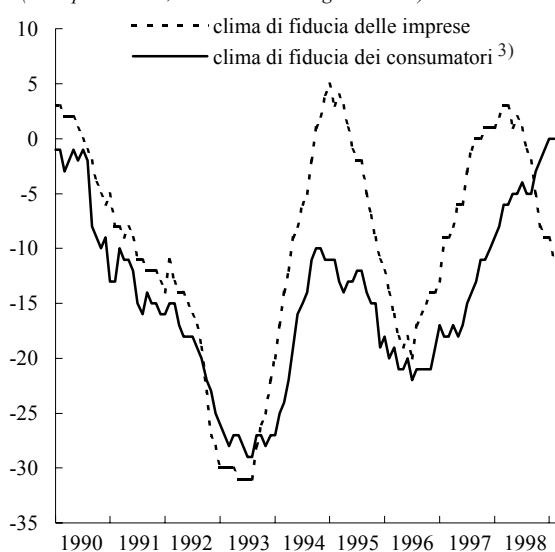
	Occupazione <sup>1)</sup>				Disoccupazione <sup>2)</sup>		Produttività del lavoro <sup>1)</sup>	
	Totale economia		Industria manifatturiera		Milioni	In percentuale delle forze di lavoro	Totale economia (variaz. perc. annua)	Industria manifatturiera (variaz. perc. annua)
	Indice 1995 = 100	Variazione percentuale annua	Indice 1995 = 100	Variazione percentuale annua				
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	100,0	0,4	100,0	-0,8	14,383	11,4	1,8	4,3
1996	100,2	0,2	98,6	-1,4	14,806	11,6	1,6	1,2
1997	100,4	0,3	97,9	-0,8	14,886	11,6	2,3	5,6
1998	101,7	1,3	100,4	2,6	14,057	11,0	.	2,0
1997 IV trim.	100,7	0,5	98,5	0,5	14,755	11,5	2,6	6,1
1998 I trim.	101,1	1,0	99,5	2,1	14,418	11,2	3,4	5,1
II trim.	101,5	1,2	100,3	2,8	14,139	11,0	1,8	2,2
III trim.	102,0	1,4	100,7	2,8	13,943	10,9	1,8	1,5
IV trim.	102,3	1,6	101,0	2,6	13,729	10,7	.	-0,6
1998 gen.	-	-	-	-	14,480	11,3	-	-
feb.	-	-	-	-	14,432	11,2	-	-
mar.	-	-	-	-	14,343	11,2	-	-
apr.	-	-	-	-	14,213	11,1	-	-
mag.	-	-	-	-	14,150	11,0	-	-
giu.	-	-	-	-	14,054	11,0	-	-
lug.	-	-	-	-	13,993	10,9	-	-
ago.	-	-	-	-	13,964	10,9	-	-
set.	-	-	-	-	13,873	10,8	-	-
ott.	-	-	-	-	13,777	10,7	-	-
nov.	-	-	-	-	13,705	10,7	-	-
dic.	-	-	-	-	13,704	10,7	-	-
1999 gen.	-	-	-	-	13,568	10,6	-	-

## Figura 5.3

### Inchieste congiunturali

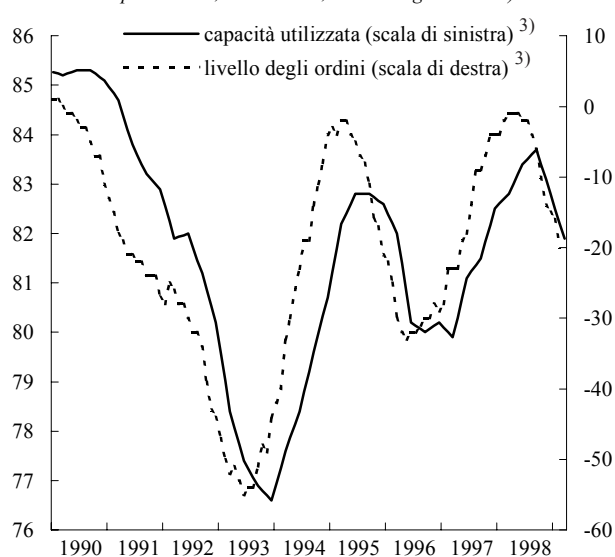
#### Indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese

(saldi percentuali; dati mensili destagionalizzati)



#### Capacità utilizzata e livello degli ordini

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



Fonti: elaborazioni della BCE sulla base di dati nazionali non armonizzati (colonne da 1 a 4, 7 e 8), Eurostat (colonne 5 e 6); per il grafico, inchieste congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

2) Calcolata in base alle raccomandazioni dell'ILO.

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

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

**Tavola 6**

### Risparmio, investimenti e saldi finanziari

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)

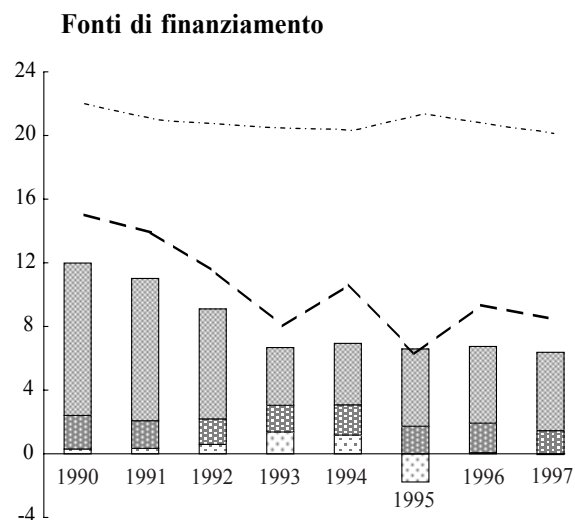
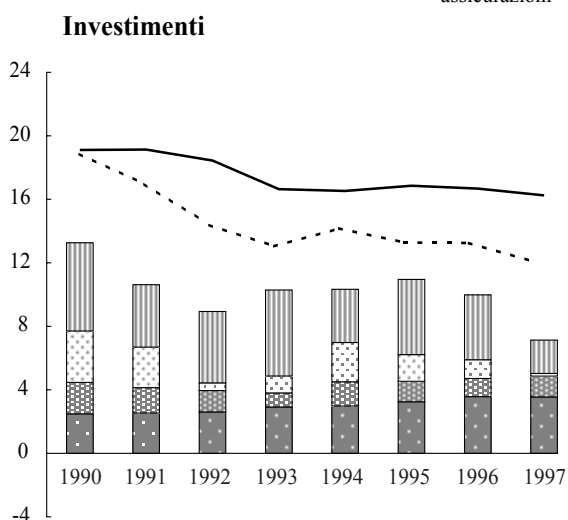
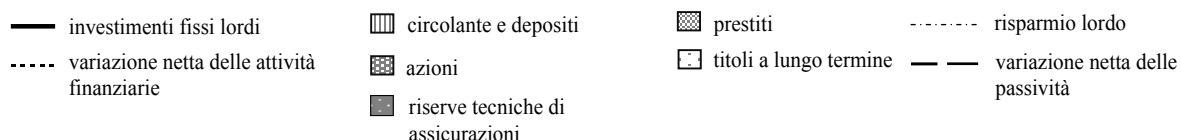
	Risparmio e investimenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>			Investimenti dei settori privati non finanziari <sup>1) 2)</sup>								
	Risparmio lordo	Investimenti fissi lordi	Saldo delle transazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti fissi lordi	Imprese non finanziarie	Variazione netta delle 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	
1990	23,6	22,8	0,1	19,1	13,8	18,7	5,6	4,4	3,2	2,0	2,5	
1991	21,9	23,0	-1,3	19,1	14,3	16,8	3,9	3,0	2,6	1,6	2,5	
1992	20,9	22,2	-1,0	18,4	13,7	14,3	4,5	1,7	0,5	1,3	2,6	
1993	20,0	20,2	0,5	16,6	12,3	13,0	5,4	0,6	1,1	0,9	2,9	
1994	20,4	19,8	0,3	16,5	12,3	14,1	3,4	2,3	2,5	1,5	3,0	
1995	21,3	20,0	1,0	16,9	12,6	13,2	4,7	1,9	1,7	1,3	3,3	
1996	20,9	19,7	1,4	16,7	12,4	13,2	4,1	0,3	1,2	1,1	3,6	
1997	21,4	19,0	2,1	16,3	12,0	12,0	2,1	-0,3	0,2	1,3	3,6	

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

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

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

1) Alcune componenti degli investimenti e delle passività.

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

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

**Tavola 7**

## Posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro <sup>1) 2)</sup> - Entrate e spese

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Tavola 8.6**

**Riserve dell'Eurosistema e altre attività connesse <sup>1) 2)</sup>**

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

		Attività di riserva						Altre attività	
		Totale	Oro monetario	In milioni di once	Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nel FMI	Valuta estera	Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro
		1	2	3	4	5	6	7	8
1999	1 gen.	330,2	99,6	405	5,8	22,7	201,5	0,7	7,4
	gen.	337,4	101,6	405	5,6	22,6	205,9	1,7	7,1
	feb.	340,1	105,6	405	2,6	22,8	208,5	0,7	9,0

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature possono derivare da arrotondamenti.

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

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

**Tavola 9**

### 1. Esportazioni

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

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alimentari non energetiche	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	622,45	46,79	14,53	11,14	79,50	182,75	271,31	16,44
1996	669,70	48,65	13,71	12,97	85,09	194,25	293,46	21,58
1997	762,10	52,78	16,29	14,40	98,93	216,32	342,50	20,88
1998	790,41	.	.	.	.	.	.	.
1996 I trim.	158,77	11,48	3,43	3,08	20,46	46,11	68,71	5,51
II trim.	166,17	11,94	3,43	3,24	21,26	47,73	73,38	5,19
III trim.	162,60	11,92	3,25	3,15	21,69	48,39	69,34	4,86
IV trim.	182,16	13,31	3,60	3,50	21,67	52,03	82,02	6,02
1997 I trim.	170,33	11,98	3,81	3,66	22,60	48,70	74,57	5,00
II trim.	191,68	13,35	4,08	3,61	25,11	53,86	86,38	5,29
III trim.	193,53	13,04	4,16	3,42	25,63	55,70	86,49	5,08
IV trim.	206,56	14,42	4,24	3,70	25,58	58,06	95,05	5,51
1998 I trim.	193,95	13,14	4,13	3,40	26,54	54,32	87,45	4,99
II trim.	203,86	13,94	3,89	3,31	26,94	56,03	94,71	5,04
III trim.	194,50	12,73	3,85	2,94	25,70	54,50	90,14	4,64
IV trim.	198,10	.	.	.	.	.	.	.
1997 nov.	66,34	4,64	1,35	1,19	8,21	18,76	30,39	1,81
dic.	67,05	4,53	1,34	1,25	8,10	18,07	31,96	1,80
1998 gen.	58,41	4,04	1,25	1,17	8,37	16,17	25,80	1,60
feb.	63,64	4,30	1,37	1,01	8,59	17,99	28,76	1,62
mar.	71,91	4,79	1,51	1,21	9,58	20,16	32,89	1,77
apr.	67,94	4,69	1,31	1,11	9,16	18,84	31,00	1,83
mag.	65,87	4,55	1,27	1,07	8,69	18,09	30,56	1,64
giu.	70,05	4,70	1,32	1,12	9,09	19,10	33,16	1,56
lug.	72,72	4,51	1,33	1,08	9,24	20,95	34,00	1,62
ago.	56,16	3,97	1,23	0,94	7,72	15,41	25,46	1,43
set.	65,63	4,25	1,30	0,92	8,75	18,14	30,68	1,59
ott.	68,34	4,51	1,31	0,97	8,54	19,31	32,19	1,52
nov.	65,82	.	.	.	.	.	.	.
dic.	63,94	.	.	.	.	.	.	.

Variazione percentuale sul corrispondente periodo dell'anno precedente

dic. 1998	-4,6	.	.	.	.	.	.	.
Cumulativo gen.-dic. 1998	3,7	.	.	.	.	.	.	.

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

## 2. Importazioni

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

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alimentari non energetiche	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	562,73	46,03	39,81	62,09	52,12	163,71	177,36	21,60
1996	593,92	46,68	36,45	73,85	53,75	166,12	191,34	25,73
1997	673,30	49,63	41,30	81,21	61,93	188,02	228,17	23,05
1998	707,45	.	.	.	.	.	.	.
1996 I trim.	147,69	11,72	9,70	16,35	13,60	42,71	47,81	5,80
II trim.	147,38	11,64	9,42	17,53	13,75	40,22	48,69	6,13
III trim.	140,94	11,18	8,29	17,81	12,69	41,75	43,51	5,70
IV trim.	157,91	12,13	9,05	22,16	13,71	41,44	51,32	8,10
1997 I trim.	158,60	11,36	9,63	21,19	14,62	44,53	51,53	5,76
II trim.	167,80	12,63	11,03	18,62	16,04	46,47	57,31	5,69
III trim.	166,63	12,18	10,03	20,00	15,21	48,90	55,58	4,75
IV trim.	180,27	13,46	10,61	21,41	16,07	48,12	63,76	6,85
1998 I trim.	180,52	12,64	10,84	17,49	17,59	51,21	64,56	6,18
II trim.	178,71	12,55	11,12	15,88	17,21	50,05	65,82	6,08
III trim.	170,32	12,22	9,64	14,65	16,20	50,06	62,34	5,24
IV trim.	177,90	.	.	.	.	.	.	.
1997 nov.	58,01	4,22	3,48	6,83	5,20	15,40	20,77	2,10
dic.	58,76	4,42	3,44	7,05	5,06	15,28	20,98	2,52
1998 gen.	57,90	4,12	3,51	6,16	5,60	16,41	20,11	2,00
feb.	58,22	3,95	3,53	5,74	5,53	16,58	20,69	2,20
mar.	64,40	4,57	3,80	5,60	6,47	18,22	23,75	1,99
apr.	59,97	4,33	3,66	5,42	5,74	16,62	22,25	1,96
mag.	57,10	4,03	3,55	5,53	5,56	15,75	20,90	1,78
giu.	61,64	4,19	3,91	4,93	5,91	17,67	22,68	2,34
lug.	59,10	4,34	3,55	4,92	5,86	17,68	20,89	1,86
ago.	49,94	3,69	2,79	4,72	4,65	14,71	17,86	1,52
set.	61,29	4,19	3,29	5,00	5,68	17,67	23,59	1,86
ott.	61,57	4,25	3,30	5,00	5,68	17,06	24,31	1,97
nov.	59,32	.	.	.	.	.	.	.
dic.	57,02	.	.	.	.	.	.	.

Variatione percentuale sul corrispondente periodo dell'anno precedente

dic. 1998	-3,0	.	.	.	.	.	.	.
Cumulativo gen.-dic. 1998	5,1	.	.	.	.	.	.	.

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

## Tavola 9

### 3. Saldi commerciali

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

	Totale	Prodotti alimentari bevande e tabacchi	Materie prime non alimentari non energetiche	Prodotti energetici	Prodotti chimici	Altri prodotti manifatturieri	Macchinari e mezzi di trasporto	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8
1995	59,73	0,76	-25,29	-50,96	27,37	19,04	93,95	-5,16
1996	75,78	1,97	-22,74	-60,88	31,33	28,13	102,12	-4,15
1997	88,79	3,16	-25,01	-66,81	37,00	28,31	114,33	-2,17
1998	82,96	.	.	.	.	.	.	.
1996 I trim.	11,08	-0,25	-6,26	-13,27	6,86	3,40	20,89	-0,29
II trim.	18,80	0,30	-5,99	-14,29	7,51	7,51	24,69	-0,94
III trim.	21,65	0,74	-5,04	-14,67	9,00	6,63	25,83	-0,84
IV trim.	24,25	1,18	-5,45	-18,66	7,96	10,59	30,70	-2,08
1997 I trim.	11,72	0,62	-5,81	-17,53	7,98	4,18	23,05	-0,76
II trim.	23,89	0,72	-6,95	-15,01	9,07	7,39	29,08	-0,41
III trim.	26,90	0,87	-5,87	-16,58	10,43	6,80	30,92	0,34
IV trim.	26,29	0,96	-6,37	-17,70	9,52	9,95	31,28	-1,34
1998 I trim.	13,44	0,49	-6,71	-14,10	8,95	3,11	22,89	-1,20
II trim.	25,15	1,39	-7,23	-12,57	9,73	5,98	28,89	-1,04
III trim.	24,18	0,52	-5,78	-11,71	9,51	4,44	27,80	-0,60
IV trim.	20,20	.	.	.	.	.	.	.
1997 nov.	8,33	0,42	-2,14	-5,65	3,01	3,35	9,62	-0,29
dic.	8,30	0,11	-2,10	-5,80	3,04	2,78	10,98	-0,72
1998 gen.	0,51	-0,08	-2,25	-4,99	2,77	-0,24	5,69	-0,40
feb.	5,42	0,35	-2,17	-4,73	3,07	1,41	8,07	-0,58
mar.	7,51	0,22	-2,29	-4,38	3,11	1,94	9,13	-0,22
apr.	7,97	0,36	-2,35	-4,31	3,42	2,22	8,75	-0,12
mag.	8,77	0,52	-2,28	-4,45	3,13	2,34	9,66	-0,14
giu.	8,41	0,51	-2,59	-3,81	3,18	1,42	10,48	-0,78
lug.	13,62	0,18	-2,22	-3,85	3,38	3,27	13,11	-0,24
ago.	6,22	0,28	-1,56	-3,78	3,07	0,70	7,60	-0,09
set.	4,34	0,05	-2,00	-4,08	3,06	0,47	7,09	-0,27
ott.	6,78	0,26	-1,99	-4,03	2,87	2,25	7,87	-0,45
nov.	6,50	.	.	.	.	.	.	.
dic.	6,92	.	.	.	.	.	.	.

Variazione percentuale sul corrispondente periodo dell'anno precedente

dic. 1998	-1,4	.	.	.	.	.	.	.
Cumulativo gen.-dic. 1998	-5,8	.	.	.	.	.	.	.

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

# 10 Tassi di cambio

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

	Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro								
	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Sterlina britannica	Corona svedese	Corona danese	Dracma greca	Corona norvegese	Dollaro canadese
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1995	1,308	123,0	1,546	0,829	9,33	7,33	303,0	8,29	1,795
1996	1,270	138,1	1,568	0,814	8,51	7,36	305,5	8,20	1,731
1997	1,134	137,1	1,644	0,692	8,65	7,48	309,3	8,02	1,569
1998	1,121	146,4	1,622	0,676	8,92	7,50	330,7	8,47	1,665
1998 I trim.	1,087	139,2	1,604	0,660	8,71	7,53	319,1	8,20	1,554
II trim.	1,100	149,5	1,643	0,665	8,60	7,52	339,9	8,28	1,592
III trim.	1,118	156,3	1,642	0,676	8,95	7,50	332,7	8,54	1,690
IV trim.	1,177	140,6	1,600	0,702	9,38	7,44	331,5	8,82	1,814
1999 I trim.	1,122	130,7	1,599	0,687	8,97	7,44	322,7	8,60	1,696
1998 mar.	1,084	139,9	1,614	0,653	8,64	7,55	331,6	8,22	1,536
apr.	1,091	144,1	1,643	0,653	8,53	7,55	345,0	8,22	1,560
mag.	1,109	149,7	1,639	0,677	8,54	7,50	340,3	8,26	1,603
giu.	1,101	154,4	1,645	0,667	8,71	7,52	334,8	8,34	1,613
lug.	1,098	154,3	1,661	0,668	8,77	7,52	328,7	8,37	1,630
ago.	1,102	159,4	1,646	0,675	8,96	7,50	331,6	8,51	1,688
set.	1,154	155,3	1,617	0,687	9,12	7,48	337,9	8,74	1,756
ott.	1,194	144,2	1,596	0,705	9,37	7,44	336,5	8,88	1,842
nov.	1,164	140,1	1,612	0,701	9,31	7,44	329,1	8,68	1,793
dic.	1,172	137,4	1,594	0,702	9,45	7,45	328,8	8,91	1,807
1999 gen.	1,161	131,3	1,605	0,703	9,08	7,44	323,6	8,65	1,765
feb.	1,121	130,8	1,598	0,689	8,88	7,44	322,0	8,65	1,679
mar.	1,088	130,2	1,595	0,671	8,94	7,43	322,5	8,51	1,651
var. % sul mese prec. <sup>2)</sup>	-2,9	-0,4	-0,2	-2,5	0,7	0,0	0,2	-1,7	-1,6

	Tassi di cambio bilaterali dell'ECU o dell'euro							Tasso di cambio effettivo dell'area dell'euro <sup>3)</sup>	
	Dollaro australiano	Dollaro neozelandese	Dollaro di Hong kong	Won coreano	Dollaro di Singapore	Dollaro di Taiwan	Peso messicano	nominale	reale
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1995	1,765	1,993	10,01	999,7	1,833	34,28	8,35	97,8	98,7
1996	1,623	1,847	9,68	1.007,9	1,765	34,39	9,52	98,3	99,1
1997	1,528	1,715	8,75	1.073,2	1,678	32,50	8,95	90,4	90,7
1998	1,787	2,097	8,69	1.568,9	1,876	37,64	10,30	92,3	92,1
1998 I trim.	1,630	1,879	8,42	1.745,8	1,817	36,07	9,17	89,6	89,7
II trim.	1,754	2,063	8,53	1.537,0	1,810	37,09	9,55	91,3	91,1
III trim.	1,867	2,199	8,67	1.486,8	1,935	38,71	10,62	93,5	93,4
IV trim.	1,887	2,236	9,16	1.516,6	1,942	38,64	11,84	94,6	94,1
1999 I trim.	1,770	2,087	8,69	1.342,6	1,911	36,60	11,18	91,0	90,5
1998 mar.	1,619	1,892	8,41	1.615,8	1,757	35,30	9,30	88,9	88,9
apr.	1,673	1,971	8,47	1.520,2	1,749	36,07	9,29	89,6	89,4
mag.	1,762	2,062	8,60	1.552,4	1,817	37,13	9,53	92,2	91,9
giu.	1,824	2,151	8,53	1.539,8	1,866	38,06	9,83	92,2	92,0
lug.	1,776	2,116	8,51	1.423,6	1,878	37,79	9,78	92,0	92,1
ago.	1,868	2,196	8,55	1.450,4	1,939	38,33	10,34	93,3	93,3
set.	1,962	2,289	8,97	1.592,4	1,994	40,10	11,83	95,2	94,9
ott.	1,932	2,284	9,31	1.615,7	1,969	39,81	12,21	95,8	95,3
nov.	1,834	2,180	9,05	1.511,9	1,913	38,08	11,64	94,1	93,6
dic.	1,893	2,241	9,11	1.426,3	1,941	38,02	11,65	94,0	93,5
1999 gen.	1,839	2,159	8,99	1.362,5	1,950	37,43	11,83	92,7	92,1
feb.	1,751	2,062	8,68	1.330,2	1,905	36,41	11,21	90,9	90,5
mar.	1,726	2,045	8,43	1.336,2	1,881	36,04	10,60	89,5	88,9
var. % sul mese prec. <sup>2)</sup>	-1,5	-0,8	-2,9	0,5	-1,3	-1,0	-5,5	-1,5	-1,7
anno prec. <sup>2)</sup>								0,7	0,0

*Fonte: BCE.*
*1) I tassi di cambio riportati sono quelli dell'ECU fino a dicembre 1998 (fonte BRI), quelli dell'euro da gennaio 1999.*
*2) Per l'ultimo mese si riporta la variazione percentuale rispetto al mese precedente e, per il solo tasso di cambio effettivo, quella rispetto al corrispondente mese dell'anno precedente. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro.*
*3) Elaborazioni BRI basate, fino a dicembre 1998, su medie ponderate dei tassi di cambio effettivi dei paesi dell'area dell'euro e, da gennaio 1999, su medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro (gli indici forniti dalla BRI sono stati trasformati in indici in base 1990). I pesi sono basati sul commercio di manufatti nel 1990 con i partner commerciali le cui valute sono riportate nella tavola e non tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I tassi reali sono calcolati utilizzando gli indici nazionali dei prezzi al consumo; laddove tali indici non sono ancora disponibili, si utilizzano delle stime.*



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

## Tavola I I

### Indicatori economici e finanziari

(variazioni sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	IAPC	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amm. pubbliche, in percentuale del PIL	Debito lordo delle Amm. pubbliche, in percentuale del PIL	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine <sup>1)</sup> , in percentuale per anno	Tasso di cambio <sup>2)</sup> in unità della valuta nazionale per	Saldo della bilancia dei pagamenti <sup>3)</sup> in percentuale del PIL	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>4)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale <sup>5)</sup>	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>6)</sup>	Tasso di interesse a 3 mesi <sup>1)</sup> , in percentuale, su base annua
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Danimarca</b>												
1995	-	-2,4	72,1	8,27	7,33	1,1	1,7	3,0	4,4	7,2	-2,0	6,20
1996	2,1	-0,9	67,4	7,19	7,36	1,7	1,0	3,3	1,4	6,8	7,2	3,98
1997	1,9	0,4	63,6	6,26	7,48	0,9	2,8	3,1	4,6	5,6	4,7	3,73
1998	1,3	0,8	58,1	4,94	7,50	.	2,8	2,9	1,6	5,1	4,6	4,27
1998 I trim.	1,6	-	-	5,30	7,53	-0,7	2,1	4,2	6,1	5,5	3,0	3,90
1998 II trim.	1,4	-	-	5,12	7,52	.	1,6	1,3	-0,8	5,2	5,1	4,21
1998 III trim.	1,2	-	-	4,82	7,50	.	3,1	3,7	2,7	5,1	6,6	4,47
1998 IV trim.	1,1	-	-	4,51	7,44	.	4,4	2,7	-1,3	4,7	3,7	4,51
1999 I trim.	.	-	-	4,22	7,44	.	.	.	.	.	.	3,64
1998 set.	1,1	-	-	4,74	7,48	-	-	-	0,0	4,9	8,4	4,92
1998 ott.	1,1	-	-	4,67	7,44	-	-	-	1,6	4,8	4,0	4,85
1998 nov.	1,1	-	-	4,59	7,44	-	-	-	0,0	4,6	4,1	4,43
1998 dic.	1,1	-	-	4,27	7,45	-	-	-	-5,5	4,6	2,9	4,23
1999 gen.	1,2	-	-	4,03	7,44	-	-	-	.	.	.	3,7
1999 feb.	1,3	-	-	4,19	7,44	-	-	-	.	.	.	4,3
1999 mar.	.	-	-	4,43	7,43	-	-	-	.	.	.	3,46
<b>Grecia</b>												
1995	-	-10,3	110,1	-	303,0	-2,5	11,6	2,1	2,1	7,1	6,4	16,09
1996	7,9	-7,5	112,2	-	305,5	-3,7	10,6	2,4	0,6	7,5	9,8	13,54
1997	5,4	-3,9	109,4	9,92	309,3	.	7,1	3,2	1,0	7,9	14,5	12,48
1998	4,5	-2,4	106,5	8,48	330,7	.	.	.	3,4	.	3,8	13,53
1998 I trim.	4,2	-	-	10,45	319,1	.	.	.	3,1	8,1	4,6	16,27
1998 II trim.	5,0	-	-	7,90	339,9	.	.	.	6,1	10,3	3,4	12,77
1998 III trim.	4,8	-	-	7,83	332,7	.	.	.	3,7	11,7	1,8	13,18
1998 IV trim.	4,0	-	-	7,76	331,5	.	.	.	0,8	.	5,6	11,94
1999 I trim.	.	-	-	6,08	322,7	.	.	.	.	.	.	10,56
1998 set.	5,0	-	-	8,25	337,9	-	-	-	-0,8	11,9	1,1	13,50
1998 ott.	4,5	-	-	8,45	336,5	-	-	-	0,8	10,4	2,4	12,45
1998 nov.	3,9	-	-	7,65	329,1	-	-	-	2,7	.	5,4	11,75
1998 dic.	3,7	-	-	7,17	328,8	-	-	-	-1,3	.	8,7	11,62
1999 gen.	3,5	-	-	6,32	323,6	-	-	-	.	.	14,6	11,45
1999 feb.	3,5	-	-	5,96	322,0	-	-	-	.	.	.	10,43
1999 mar.	.	-	-	5,97	322,5	-	-	-	.	.	.	9,84
<b>Svezia</b>												
1995	-	-6,9	77,6	10,24	9,33	.	.	3,9	10,6	8,8	-1,3	8,83
1996	0,8	-3,5	76,7	8,02	8,51	.	.	1,3	1,8	9,6	10,0	6,03
1997	1,8	-0,7	76,7	6,62	8,65	2,9	.	1,8	7,2	9,9	4,2	4,43
1998	1,0	2,0	75,1	4,99	8,92	.	.	2,9	4,1	8,2	3,5	4,36
1998 I trim.	1,9	-	-	5,51	8,71	3,0	.	2,7	4,5	8,7	2,0	4,70
1998 II trim.	1,4	-	-	5,13	8,60	1,2	.	1,8	6,2	8,6	2,6	4,53
1998 III trim.	0,6	-	-	4,82	8,95	2,6	.	3,1	4,8	8,1	4,7	4,29
1998 IV trim.	0,1	-	-	4,50	9,38	.	.	3,8	1,2	7,5	4,5	3,94
1999 I trim.	.	-	-	4,21	8,97	.	.	.	.	.	.	3,31
1998 set.	-0,1	-	-	4,79	9,12	-	-	-	2,7	7,6	4,8	4,32
1998 ott.	0,1	-	-	4,72	9,37	-	-	-	4,0	7,5	5,9	4,27
1998 nov.	0,1	-	-	4,55	9,31	-	-	-	1,3	7,6	5,6	3,90
1998 dic.	0,0	-	-	4,22	9,45	-	-	-	-1,5	7,5	2,1	3,60
1999 gen.	0,0	-	-	4,02	9,08	-	-	-	-1,1	7,6	4,1	3,42
1999 feb.	0,2	-	-	4,18	8,88	-	-	-	.	.	5,8	3,31
1999 mar.	.	-	-	4,44	8,94	-	-	-	.	.	.	3,23
<b>Regno Unito</b>												
1995	-	-5,7	53,0	8,32	0,829	-0,5	1,7	2,8	1,5	8,7	7,2	6,75
1996	2,5	-4,4	53,6	7,94	0,814	-0,2	2,0	2,6	0,4	8,2	9,9	6,11
1997	1,8	-1,9	52,1	7,13	0,692	0,6	3,3	3,5	1,0	7,0	11,2	6,92
1998	1,5	0,6	49,4	5,60	0,676	.	.	2,1	.	6,3	9,6	7,43
1998 I trim.	1,5	-	-	6,10	0,660	-1,6	3,1	3,1	0,1	6,5	10,5	7,56
1998 II trim.	1,8	-	-	5,89	0,665	.	.	2,3	0,9	6,3	9,9	7,58
1998 III trim.	1,4	-	-	5,57	0,676	.	.	1,8	0,4	6,3	9,5	7,67
1998 IV trim.	1,4	-	-	4,82	0,702	.	.	1,1	.	6,2	8,6	6,89
1999 I trim.	.	-	-	4,39	0,687	.	.	.	.	.	.	5,60
1998 set.	1,5	-	-	5,16	0,687	-	-	-	0,4	6,3	9,3	7,47
1998 ott.	1,3	-	-	4,99	0,705	-	-	-	-0,5	6,2	9,3	7,22
1998 nov.	1,4	-	-	4,93	0,701	-	-	-	-0,2	6,2	8,4	6,97
1998 dic.	1,5	-	-	4,54	0,702	-	-	-	.	.	.	8,2
1999 gen.	1,6	-	-	4,20	0,703	-	-	-	.	.	7,6	5,90
1999 feb.	1,5	-	-	4,37	0,689	-	-	-	.	.	.	5,53
1999 mar.	.	-	-	4,60	0,671	-	-	-	.	.	.	5,40

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

1) Valori medi nel periodo indicato.

2) Per ulteriori informazioni vedi tavola 10.

3) BPM4; BPM5 per la Svezia.

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

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

6) Media dei valori di fine mese; M3 (M4 per il Regno Unito).

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

**Tavola 12.1**

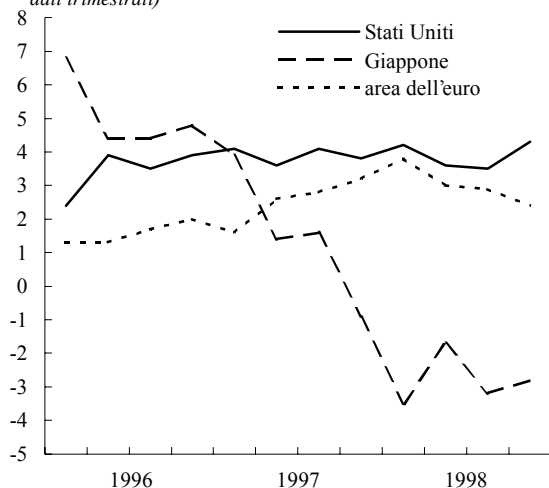
## Indicatori economici e finanziari

(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	M2 <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali per anno)	Rendimento sui titoli pubblici a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali per anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro/ECU)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) fiscale in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
1995	2,8	-1,6	2,3	5,4	5,6	2,1	5,44	6,69	1,308	-2,2	60,8
1996	2,9	-2,3	3,4	4,8	5,4	4,8	5,43	6,54	1,270	-1,2	59,9
1997	2,3	0,0	3,9	6,7	4,9	5,0	5,62	6,45	1,134	0,1	57,8
1998	1,6	0,7	3,9	4,1	4,5	7,4	5,00	5,33	1,121	1,4	55,4
1998 I trim.	1,5	1,1	4,2	6,0	4,6	6,6	5,59	5,67	1,087	-	57,7
1998 II trim.	1,6	1,0	3,6	5,0	4,4	7,2	5,59	5,67	1,100	-	56,2
1998 III trim.	1,6	1,4	3,5	3,2	4,5	7,3	5,20	5,27	1,118	-	55,4
1998 IV trim.	1,5	-0,8	4,3	2,5	4,4	8,4	5,00	4,72	1,177	-	55,4
1999 I trim.	.	.	.	.	4,3	.	4,99	5,00	1,122	-	.
1998 set.	1,5	-	-	2,9	4,5	7,6	5,20	4,87	1,154	-	-
1998 ott.	1,5	-	-	3,0	4,5	8,2	5,12	4,58	1,194	-	-
1998 nov.	1,5	-	-	2,3	4,4	8,4	5,12	4,89	1,164	-	-
1998 dic.	1,6	-	-	2,2	4,3	8,7	5,00	4,69	1,172	-	-
1999 gen.	1,7	-	-	2,2	4,3	8,7	4,99	4,78	1,161	-	-
1999 feb.	1,6	-	-	2,4	4,4	8,5	5,00	4,99	1,121	-	-
1999 mar.	.	-	-	.	4,2	.	4,99	5,23	1,088	-	-
<b>Giappone</b>											
1995	-0,1	-2,5	1,5	3,4	3,2	3,0	0,50	3,32	123,0	-3,6	.
1996	0,1	-1,7	5,1	2,3	3,4	3,3	0,31	3,03	138,1	-4,3	.
1997	1,7	-1,8	1,4	3,6	3,4	3,1	0,36	2,15	137,1	-3,3	.
1998	0,6	.	-2,8	-6,9	4,1	4,0	0,18	1,30	146,4	-5,9	.
1998 I trim.	2,0	3,7	-3,5	-4,0	3,7	4,7	0,50	1,65	139,2	-	-
1998 II trim.	0,3	7,1	-1,7	-8,5	4,1	3,7	0,43	1,36	149,5	-	-
1998 III trim.	-0,2	.	-3,2	-8,6	4,3	3,7	0,12	1,14	156,3	-	-
1998 IV trim.	0,5	.	-2,8	-6,7	4,4	4,0	0,18	1,04	140,6	-	-
1999 I trim.	.	.	.	.	.	.	0,31	1,96	130,7	-	-
1998 set.	-0,2	.	-	-7,6	4,3	3,8	0,12	0,88	155,3	-	-
1998 ott.	0,2	.	-	-7,9	4,3	3,9	0,68	0,82	144,2	-	-
1998 nov.	0,8	.	-	-5,6	4,4	4,3	0,68	0,89	140,1	-	-
1998 dic.	0,6	.	-	-6,4	4,4	3,9	0,18	1,39	137,4	-	-
1999 gen.	0,2	.	-	-7,9	4,4	3,6	0,35	2,07	131,3	-	-
1999 feb.	-0,1	.	-	-5,2	4,6	3,5	0,38	2,09	130,8	-	-
1999 mar.	.	.	-	.	.	.	0,20	1,72	130,2	-	-

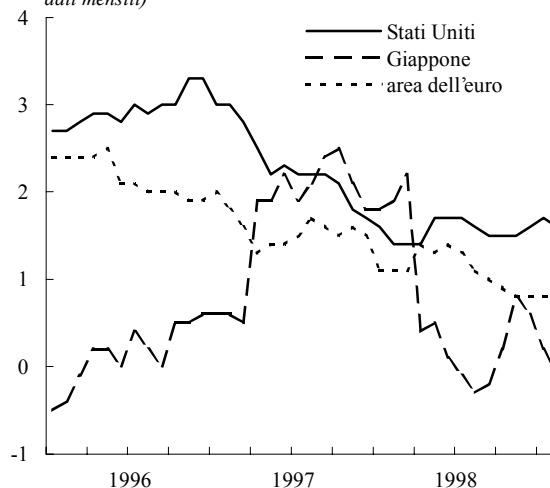
### PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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

1) Industria manifatturiera.

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

3) Consistenze di fine periodo.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. tavola 10.

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

## Tavola 12.2

### Risparmio, investimenti e saldi finanziari

(in percentuale del PIL)

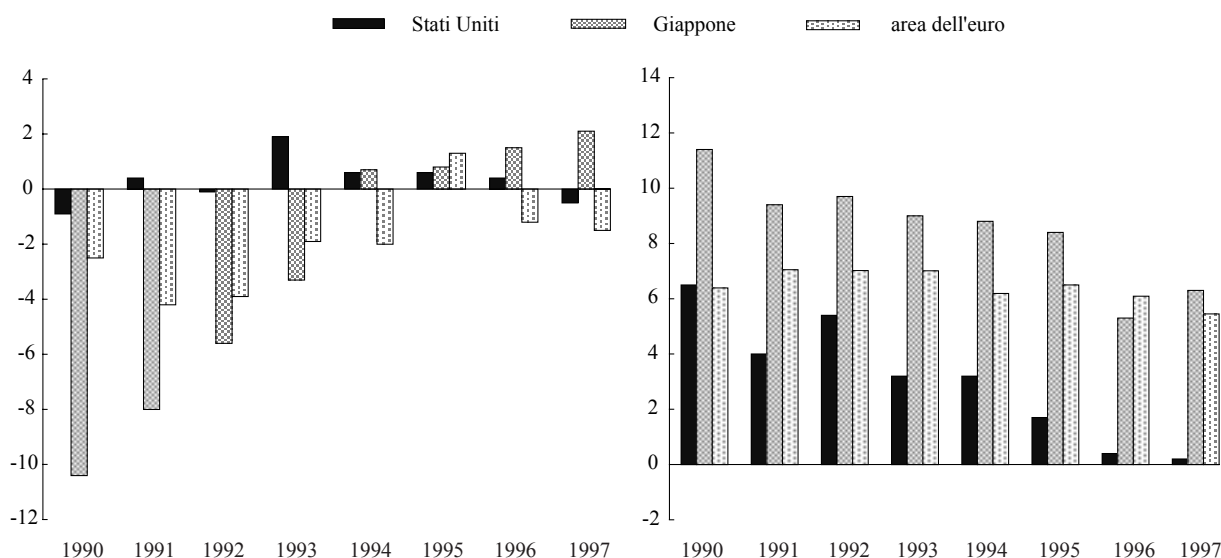
	Risparmio e investimenti nazionali			Società non finanziarie						Famiglie <sup>1)</sup>			
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta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

#### Saldo finanziario delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)

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

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Bank of Japan and Economic Planning Agency.

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

## Note generali

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

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

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

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

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

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate alla data della prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate all'8 aprile 1999.

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

### Statistiche di politica monetaria

Le tavole dalla 1.1 alla 1.5 mostrano la situazione finanziaria consolidata settimanale dell'Eurosistema, i dati sulle operazioni dell'Eurosistema, le statistiche relative alla riserva obbligatoria e la posizione di liquidità del sistema bancario. Le statistiche monetarie delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM), compreso l'Eurosistema, sono mostrate nelle tavole da 2.1 a 2.3. La tavola 2.3 riporta dati consolidati; le posizioni interbancarie entro l'area dell'euro non sono riportate, ma eventuali discrepanze tra il totale delle attività e passività di questo tipo segnalate dalle banche sono riportate nella colonna 24. La tavola 2.4 riporta gli aggregati monetari derivanti dal bilancio consolidato delle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM); questi ultimi includono anche alcune passività (monetarie) dell'Amministrazione centrale. Dati trimestrali più completi relativi al bilancio e alle statistiche monetarie delle IFM dovrebbero essere pubblicati nell'edizione di aprile. Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE. I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione *Money and Banking Statistics Sector Manual - Guidance for the statistical classification of customers* (IME, aprile 1998). Il documento *Money and Banking Statistics Compilation Guide* (IME, aprile 1998) spiega alcune procedure che si raccomanda alle BCN di seguire. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche saranno raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle Istituzioni finanziarie monetarie (BCE/1998/16).

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

sui tassi di interesse bancari al dettaglio (cfr. tav. 2.8), cfr. la nota a piè della relativa pagina.

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

## Prezzi e indicatori congiunturali

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

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

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

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

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

## Conti finanziari

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

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

## Posizioni di bilancio delle Amministrazioni pubbliche

La posizione di bilancio delle Amministrazioni pubbliche per l'area dell'euro viene presentata nella tavola 7 con riferimento alle entrate, spese, risparmio, disavanzo e debito delle Amministrazioni pubbliche, espressi in percentuale del PIL. Queste statistiche sono ottenute mediante l'aggregazione, effettuata a cura della BCE, di dati nazionali armonizzati forniti dalle BCN.

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

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

Statistiche sulla bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro saranno pubblicate per la prima volta nel numero di maggio del Bollettino mensile della BCE (tavole da 8.1 a 8.5). Tali dati non vengono riportati nel presente Bollettino a causa di problemi emersi nella compilazione di

serie storiche coerenti. Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti e alla posizione netta sull'estero (per quanto riguarda queste ultime, la pubblicazione di dati sulle consistenze di fine 1998 è prevista per l'autunno) vengono utilizzati concetti e definizioni conformi con la 5ª edizione del Manuale dell'FMI sulla Bilancia dei Pagamenti (ottobre 1993) e con l'Indirizzo della BCE del 1° dicembre 1998 sugli obblighi di informazione statistica della Banca centrale europea (BCE/1998/17).

Nella tavola 8.6 vengono riportati dati sulle consistenze, dal 1999, delle riserve dell'Eurosistema e di altre attività ad esse connesse. Le riserve dell'Eurosistema comprendono: titoli di credito di elevata liquidità, negoziabili e con elevato merito di credito detenuti dalla BCE e dalle banche centrali nazionali partecipanti nei confronti di non residenti nell'area dell'euro e denominati in valuta estera (cioè in valute diverse dall'euro e dalle sue denominazioni nazionali); oro; diritti speciali di prelievo; le posizioni di riserva nel FMI.

Questa definizione delle attività di riserva dell'Eurosistema è in conformità con gli orientamenti forniti dalla 5ª edizione del Manuale dell'FMI sulla Bilancia dei Pagamenti, che possono in alcuni casi differire dagli standard contabili utilizzati per la compilazione del bilancio consolidato dell'Eurosistema (riportato nella tavola I.1). I dati sulla posizione di riserva dell'Eurosistema vengono compilati su base

lorda, senza sottrarre l'ammontare delle passività connesse alle riserve. Le posizioni sono valutate in base ai valori di mercato.

I titoli di credito detenuti dall'Eurosistema nei confronti di residenti dell'area dell'euro che soddisfano i requisiti di liquidità, negoziabilità e merito di credito e sono denominati in valuta estera - principalmente depositi in valuta estera presso banche localizzate nell'area dell'euro - sono riportati nella tavola 8.6 per memoria. Questo approccio consente un raccordo tra i dati sulle riserve internazionali dell'Eurosistema, registrati nella bilancia dei pagamenti, e quelli sulla sua posizione di liquidità in valuta estera.

La tavola 9 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro.

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

## Altre Statistiche

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. tav. I1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. tav./fig. 12) sono ottenuti da fonti nazionali. I dati sul risparmio, gli investimenti e i saldi finanziari per gli Stati Uniti e il Giappone (cfr. tav./fig. 12.2) sono presentati con una struttura analoga a quella utilizzata per l'area dell'euro nella tavola/figura 6.

---

## Segni convenzionali nelle tavole

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



# Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema

## 7 gennaio 1999

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

## 21 gennaio 1999

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

## 4 febbraio 1999

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

## 18 febbraio 1999

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

## 4 marzo 1999

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

## 18 marzo 1999

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



## **8 aprile 1999**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,5 punti percentuali, al 2,5 per cento, a decorrere dall'operazione con

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

# Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea (BCE)

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

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

## Bollettino mensile

Articoli pubblicati a partire da gennaio 1999:

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

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

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

*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.

---

## Altre pubblicazioni

TARGET brochure, luglio 1998.

*The TARGET service level*, luglio 1998.

*Report on electronic money*, agosto 1998.

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

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

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

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

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

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

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