

LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI FINANZIARI

Il quadro d'assieme

Dall'estate del 2004 nell'area dell'euro il progressivo deterioramento delle attese di crescita e il rafforzamento del cambio hanno contribuito a contenere la dinamica dei prezzi. Le aspettative di inflazione sono rimaste in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto invariati i tassi ufficiali dell'Eurosistema; il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali è attualmente al 2,0 per cento (fig. 30). Calcolati al netto dell'inflazione, nell'area dell'euro e in Italia i rendimenti a breve termine si collocano attorno allo zero.

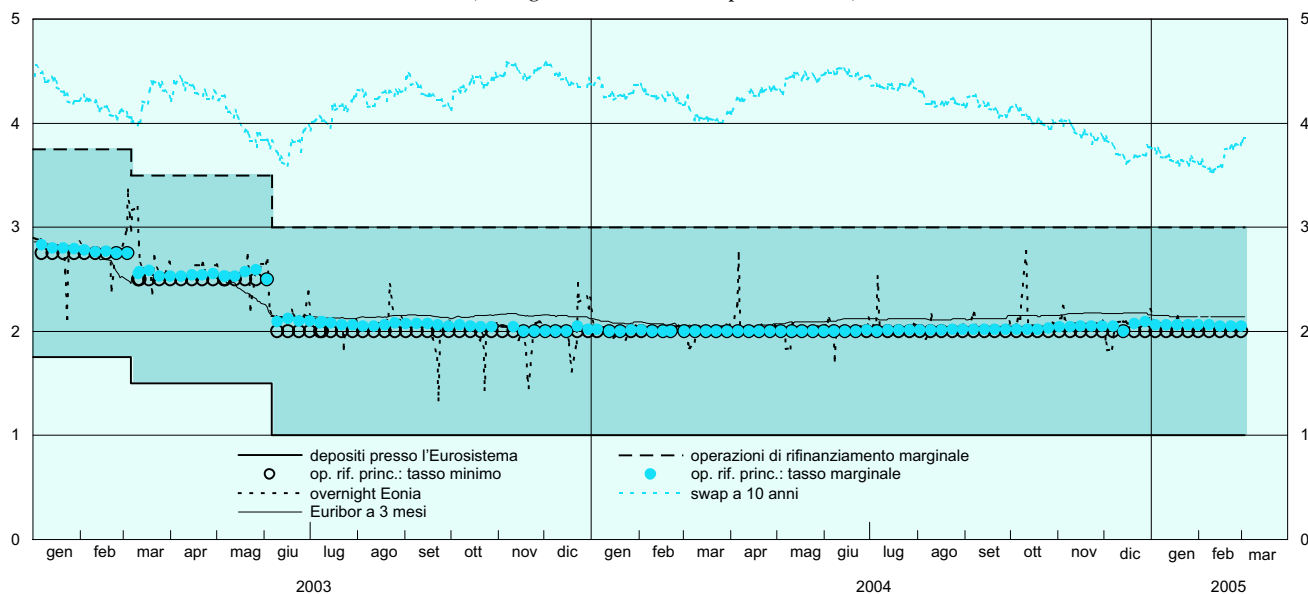
I tassi di interesse a lungo termine, calati ancora fino alla metà di febbraio, hanno successivamente registrato un rialzo; si è ampliato il differenziale ne-

gativo con i rendimenti in dollari. Il livello contenuto dei tassi d'interesse ha sospinto la domanda di finanziamenti, in particolare da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni, e di attività liquide. La moneta M3 è cresciuta del 6,6 per cento nei dodici mesi terminanti in gennaio.

Sul mercato obbligazionario internazionale sono state cospicue le emissioni delle banche, più limitate quelle delle imprese. Le condizioni di finanziamento sono espansive. I differenziali di rendimento tra le obbligazioni in euro e i titoli di Stato hanno raggiunto livelli molto bassi per tutte le classi di merito di credito. Ciò riflette la progressiva riduzione dei casi di insolvenza e l'emergere di valutazioni più ottimistiche sulla rischiosità delle imprese; alla diminuzione degli spread ha presumibilmente contribuito anche il prevalere nelle principali aree di condizioni monetarie estremamente accomodanti, che hanno

Fig. 30

Tassi d'interesse ufficiali e dei mercati monetario e finanziario nell'area dell'euro
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

sospinto la domanda di attività con rendimenti relativamente più elevati.

In Italia la sostenuta espansione del credito bancario è stata connessa per oltre i tre quarti con il mercato immobiliare. Il basso livello dei tassi di interesse ha ancora alimentato una forte crescita dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. La domanda di credito da parte delle imprese si è ridotta; il fabbisogno finanziario si è pressoché annullato, riflettendo l'aumento dell'autofinanziamento derivante dalla flessione degli oneri finanziari e la modesta dinamica dell'attività produttiva. Si è lievemente ridotto il leverage.

Secondo le valutazioni degli intermediari italiani partecipanti all'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema, nell'ultimo trimestre del 2004 le condizioni di offerta di prestiti nel nostro paese non sono state sostanzialmente modificate; si conferma un rallentamento della domanda di credito da parte delle imprese, soprattutto di quelle di grandi dimensioni.

In Italia, le banche e alcune grandi imprese del settore dei servizi hanno fatto ampio ricorso al collocamento di obbligazioni; sono state invece limitate le emissioni da parte delle società di minore dimensione o con minore merito di credito.

Informazioni preliminari indicano per il 2004 una riduzione della redditività operativa delle banche italiane, per effetto di una flessione nel secondo semestre. La qualità del credito bancario non ha risentito significativamente della debolezza dell'economia.

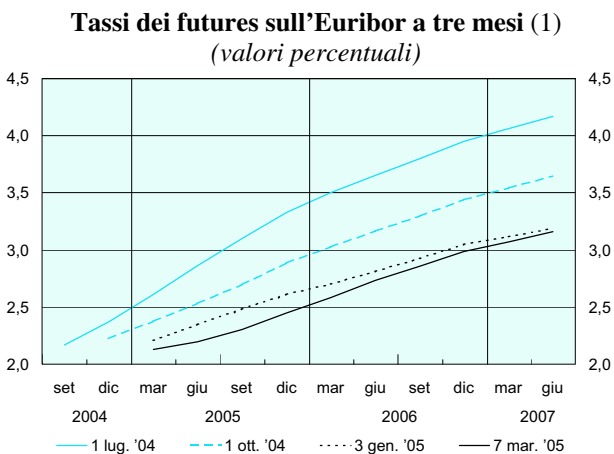
I corsi azionari sono cresciuti dall'estate, nell'area dell'euro e in Italia. Il rialzo è stato favorito dal calo dei tassi di interesse a lungo termine e da una generalizzata riduzione dell'avversione al rischio, desumibile dagli indicatori basati sui prezzi delle opzioni. Le aspettative a breve termine sugli utili delle società quotate sono rimaste pressoché invariate.

I tassi di interesse e il cambio

Nell'area dell'euro i tassi d'interesse a breve termine sono rimasti stabili su valori prossimi al 2,1 per cento. Rispetto all'estate, gli operatori sembrano attualmente collocare più avanti nel tempo il ritorno a una politica monetaria meno accomodante; ciò è

indicato dall'evoluzione dei rendimenti impliciti nei contratti futures (fig. 31). Al calo dei tassi attesi ha contribuito il progressivo ridimensionamento delle aspettative di crescita economica nell'area.

Fig. 31

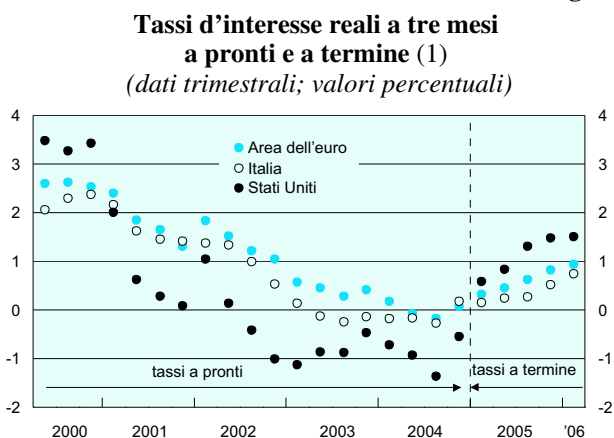


Fonte: Reuters.

(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione indicata nella legenda. Sull'asse orizzontale sono riportati i mesi in cui cade il giorno di regolamento dei contratti futures (intorno al quindicesimo giorno del mese) a cui si riferiscono i rendimenti.

Il tasso di interesse reale a breve termine in euro, calcolato sulla base delle aspettative d'inflazione ricavate dai sondaggi, è rimasto su livelli prossimi allo zero, nonostante il lieve aumento nell'ultimo trimestre del 2004 (fig. 32). Nelle aspettative degli operatori i rendimenti reali a breve termine rimarrebbero anche nel 2005 su valori storicamente moderati.

Fig. 32

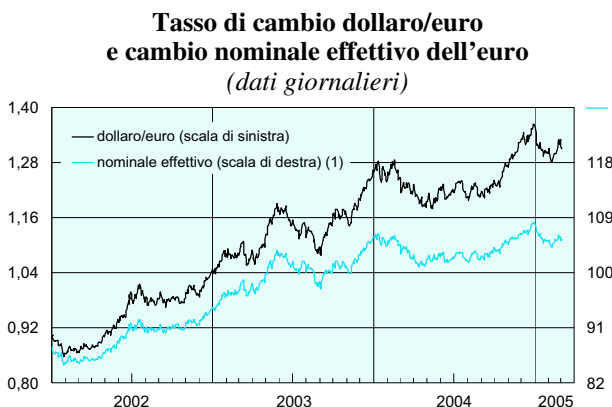


Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Forecasts.

(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi sugli eurodepositi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da marzo 2005 tassi nominali impliciti nei contratti futures rilevati nel mese di febbraio), deflazionati con le aspettative di inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale Consensus Forecasts.

I rendimenti nominali a lungo termine sono diminuiti fino alla metà di febbraio; hanno successivamente registrato un deciso rialzo, pur rimanendo su livelli inferiori a quelli dell'estate. Tra la fine di giugno e gli inizi di marzo i tassi decennali impliciti negli swap di interesse in euro si sono ridotti di 0,7 punti, al 3,8 per cento, un valore prossimo ai minimi toccati durante la fase di rallentamento ciclico del 1999; un'analogha flessione ha interessato i tassi reali, misurati in base al rendimento dei titoli di Stato indicizzati ai prezzi al consumo dell'area. A questi andamenti ha contribuito la progressiva correzione al ribasso delle attese di crescita di lungo periodo. Dalla metà del 2004 i rendimenti a lungo termine in dollari sono scesi in misura inferiore, in presenza di più solide aspettative di crescita; il tasso di interesse decennale sugli swap in dollari si colloca attualmente al 4,7 per cento.

Fig. 33



Fonte: BCE.

(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice indica un apprezzamento.

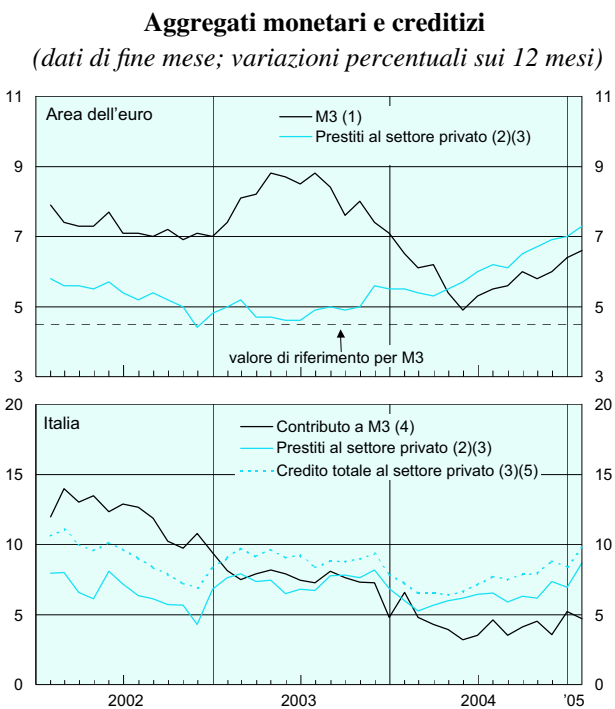
Negli ultimi mesi del 2004 e nei primi del 2005 il cambio effettivo dell'euro è stato caratterizzato da oscillazioni, in connessione con i movimenti nei confronti del dollaro (fig. 33; cfr. il capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*). La valuta statunitense si è decisamente deprezzata nell'ultimo trimestre dello scorso anno, riflettendo soprattutto i timori di un ulteriore ampliamento dello squilibrio nei conti con l'estero degli Stati Uniti, nonché le preoccupazioni sui possibili mutamenti nelle politiche di investimento delle riserve valutarie da parte dei paesi esportatori di petrolio e di alcune banche centrali asiatiche (cfr. il riquadro: *Tassi di cambio e squilibri esterni delle economie dell'Asia*, nel capitolo: *L'economia e la finanza internazionale*).

Complessivamente, tra il luglio del 2004 e gli inizi di marzo l'euro si è apprezzato del 3,2 per cento in termini effettivi nominali, in conseguenza di un apprezzamento nei confronti del dollaro (8,5 per cento) e, in minor misura, delle altre principali valute. Nel secondo semestre del 2004 sono affluiti nell'area capitali per investimenti diretti e di portafoglio pari a 36 miliardi di euro, a fronte di deflussi per 18 miliardi nel primo semestre.

La moneta e il credito

Negli ultimi mesi nell'area dell'euro è proseguita l'accelerazione della moneta M3 in atto dalla metà del 2004. La crescita è stata del 6,6 per cento sui dodici mesi in gennaio, contro 5,3 in giugno (fig. 34). Tra le componenti della moneta sono aumentate soprattutto quelle più liquide.

Fig. 34



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tener conto degli effetti di calendario. - (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). - (3) Il settore privato comprende famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie. - (4) Non comprende il circolante. - (5) Comprende, oltre ai prestiti erogati dalle IFM, le obbligazioni e i finanziamenti dall'estero. I dati di novembre, dicembre e gennaio sono stimati.

Tav. 26

Credito in Italia (1)
(dati di fine periodo; valori percentuali)

PERIODO	Credito totale (2)				
	di cui: al settore privato (3)				Dall'estero
		Prestiti bancari	Obbligazioni		
<i>Tassi di crescita sui 12 mesi</i>					
2002 – dic.	5,5	8,3	6,8	40,6	8,9
2003 – giu.	6,1	9,2	6,8	49,0	11,8
lug.	5,6	8,3	6,7	48,9	7,1
ago.	5,9	8,8	7,7	46,6	5,6
set.	6,0	8,7	7,8	44,0	5,3
ott.	6,2	8,9	7,6	46,5	6,6
nov.	6,3	9,3	8,2	59,6	3,7
dic.	5,1	7,9	6,9	46,4	3,1
2004 – gen.	5,1	7,3	6,0	47,3	3,5
feb.	4,9	6,5	5,3	44,9	2,8
mar.	5,0	6,5	5,7	38,5	2,2
apr.	4,8	6,4	6,0	31,0	1,9
mag.	5,2	6,6	6,2	30,6	2,3
giu.	5,4	7,1	6,4	40,2	1,3
lug.	5,7	7,7	6,5	34,6	5,0
ago.	5,5	7,5	5,9	35,6	6,4
set.	5,6	7,9	6,3	36,7	6,3
ott.	5,1	7,9	6,2	36,8	6,8
nov.	5,6	8,8	7,4	....	....
dic.	5,8	8,4	6,9	....	....
2005 – gen. ....	....	9,7	8,7	....	....
<i>Quote percentuali sulla consistenza totale</i>					
2004 – ott.	100,0	48,9	37,1	3,3	8,5

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. I dati di novembre, dicembre e gennaio relativi al credito totale e a quello affluito al settore privato sono stimati.
 – (2) Somma del debito delle Amministrazioni pubbliche e del credito totale al settore privato. – (3) Residenti italiani diversi da Amministrazioni pubbliche centrali e da IFM: famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari, altre istituzioni finanziarie. Corrisponde al settore "altri residenti" nelle statistiche armonizzate del SEBC.

L'elevata preferenza per la liquidità è riconducibile al livello molto contenuto dei tassi di interesse, che determina un modesto costo-opportunità della detenzione di strumenti monetari. Il circolante, che si era sensibilmente contratto prima dell'introduzione della nuova valuta, lo scorso gennaio era di oltre il 15 per cento superiore a quanto prevedibile in base all'andamento dei due decenni precedenti il *changeover* (cfr. il riquadro: *L'andamento del circolante nell'area dell'euro e in Italia*, in *Bollettino Economico*, n. 43, 2004).

Il grado di liquidità del portafoglio finanziario delle famiglie, in aumento dal 2000, non risulta fuori linea rispetto all'esperienza passata. In base

ai dati dei conti finanziari dei principali paesi dell'area, l'ammontare degli strumenti liquidi (circolante, depositi a vista e altre forme di deposito) in rapporto al totale delle attività finanziarie delle famiglie si situa su valori inferiori a quelli registrati nella seconda metà degli anni novanta. In Italia, il rapporto è pari al 26,4 per cento, prossimo al livello del 1999.

Nell'area dell'euro la dinamica del credito al settore privato si è rafforzata dalla primavera del 2004, favorita da condizioni di finanziamento molto distese. I prestiti bancari sono cresciuti in gennaio del 7,2 per cento rispetto a dodici mesi prima, riflettendo soprattutto l'andamento della domanda

di mutui da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni (10,1 per cento).

Dalla metà del 2004 i principali indicatori monetari e creditizi del nostro paese hanno mostrato un andamento complessivamente analogo a quello dei corrispondenti aggregati dell'area. La componente italiana di M3, calcolata al netto del circolante, ha accelerato al 4,7 per cento in gennaio. È rimasta sostenuta la dinamica della raccolta postale, che risente delle nuove politiche commerciali adottate da alcuni anni dall'Amministrazione postale.

Il credito ai residenti italiani ha accelerato significativamente nella seconda parte del 2004. Lo scorso gennaio i prestiti bancari registravano una crescita dell'8,7 per cento sui dodici mesi; i finanziamenti complessivi al settore privato, che includono anche la componente estera e le emissioni obbligazionarie, sono aumentati del 9,7 per cento (tav. 26).

Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese in Italia

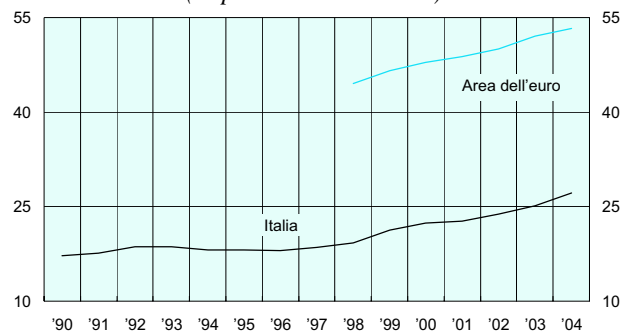
Attività e passività finanziarie delle famiglie. – Nel confronto internazionale la ricchezza complessiva delle famiglie italiane è elevata, pari a circa otto volte il reddito disponibile. Alla fine del 2003 la componente finanziaria, al netto dei debiti, era pari a circa 2.500 miliardi di euro e a 2,7 volte il reddito disponibile. Nel corso dei primi nove mesi del 2004 essa è ulteriormente aumentata, a 2.640 miliardi (tav. 27). Il risparmio finanziario (il saldo tra la variazione delle attività e quella delle passività finanziarie) è stato pari a 53,2 miliardi di euro, il 5,4 per cento del PIL. In questo periodo le famiglie hanno acquistato depositi bancari e postali, titoli pubblici e obbligazioni bancarie. Gli acquisti di obbligazioni emesse da operatori non bancari italiani si sono significativamente ridotti. Si sono invece registrate cessioni nette di azioni e partecipazioni e, in maggior misura, di quote di fondi comuni.

Il debito lordo delle famiglie ha continuato a crescere. L'aumento, pari al 12,2 per cento in settembre rispetto a un anno prima, è riconducibile pressoché interamente alla forte crescita dei mutui immobiliari, alimentata dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli. Il volume complessivo dei debiti finan-

ziari delle famiglie resta tuttavia contenuto: 27,2 per cento del PIL (fig. 35), un valore pari a circa la metà di quello registrato in media nell'area dell'euro.

Fig. 35

Debiti finanziari delle famiglie (1) (in percentuale del PIL)



Fonte: BCE e Banca d'Italia; Eurostat e Istat per il PIL dell'area dell'euro e dell'Italia.

(1) Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. Le consistenze dei debiti finanziari si riferiscono al settembre di ogni anno; l'ultimo dato disponibile per l'area dell'euro si riferisce al giugno 2004. Il PIL è relativo all'intero anno.

Il finanziamento delle imprese. – Secondo stime basate sui dati di contabilità nazionale, nei primi nove mesi del 2004 la redditività operativa delle imprese, misurata dal rapporto tra il margine operativo lordo e il valore aggiunto, è rimasta sostanzialmente invariata rispetto ai livelli contenuti del 2003. Il saldo finanziario delle imprese (la differenza fra la variazione delle attività e quella delle passività finanziarie) è risultato creditorio per 1,4 miliardi di euro, contro un fabbisogno di 14,8 miliardi nello stesso periodo del 2003 (tav. 27). L'autofinanziamento è aumentato, in larga misura per effetto della flessione del peso degli oneri finanziari (dal 5,1 al 4,9 per cento del valore aggiunto) conseguente al calo dei tassi di interesse e all'allungamento della scadenza media del debito.

L'indebitamento finanziario lordo delle imprese, sotto forma di prestiti e titoli, è salito al 61,7 per cento del PIL alla fine di settembre, dal 59,8 di un anno prima (fig. 36). Questo rapporto, in crescita dal 1999, rimane di circa 15 punti percentuali inferiore a quello osservato in media nell'area dell'euro. È cresciuto, rispetto alla fine del 2003, il peso del debito a medio e a lungo termine (dal 51 al 54 per cento del totale), per effetto sia della rialloca-

Tav. 27

Attività e passività finanziarie delle famiglie e delle imprese italiane (1)
(milioni di euro)

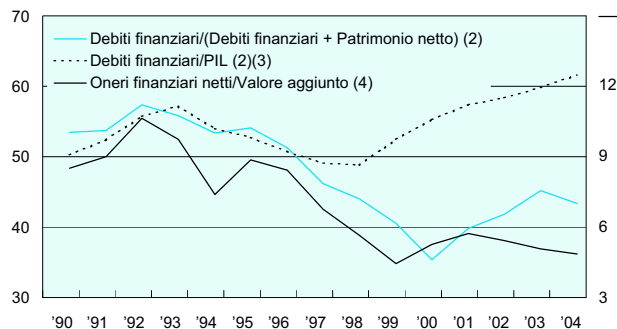
VOCI	Famiglie (2)			Imprese non finanziarie		
	Flussi		Consistenze	Flussi		Consistenze
	gen.-set. 2003	gen.-set. 2004	set. 2004	gen.-set. 2003	gen.-set. 2004	set. 2004
Attività						
Biglietti e depositi a vista	8.331	12.802	494.573	6.335	11.402	131.373
Altri depositi	-8.076	8.883	302.134	801	1.438	11.107
Titoli a breve termine	-11.374	15.255	22.542	-572	-272	300
Titoli a medio e a lungo termine	4.833	32.455	576.509	-2.477	9.913	35.927
di cui: <i>pubblici</i>	-14.981	10.260	200.776	-4.892	752	9.400
<i>di imprese</i>	6.907	597	55.027	1.718	8.363	14.494
Quote di fondi comuni	20.576	-11.476	302.841	286	-160	4.212
Azioni e partecipazioni	-8.264	-4.754	625.930	22.782	5.502	400.977
Attività sull'estero	-8	-1.267	204.620	6.295	15.751	294.072
di cui: <i>depositi</i>	-8.106	-3.829	4.101	897	-614	20.759
<i>titoli a breve termine</i>	-176	-74	274	-310	-115	1.216
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	6.104	-3.463	88.398	1.614	-845	16.845
<i>azioni e partecipazioni</i>	-541	887	75.291	5.561	1.811	133.203
<i>quote di fondi comuni</i>	2.711	5.212	36.556	415	242	9.374
<i>crediti finanziari</i>	-	-	-	-1.803	15.076	55.545
Altre attività finanziarie (3)	40.526	33.839	506.087	-25.083	-7.686	261.054
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	32.658	24.566	294.555	-	-	-
Totale attività ...	46.544	85.737	3.035.236	8.367	35.888	1.139.022
Passività						
Debiti a breve termine (4)	-1.583	-1.842	51.772	-9.589	-9.986	304.083
di cui: <i>bancari</i>	-1.634	-1.733	50.810	-6.204	-10.029	273.685
Debiti a medio e a lungo termine (5)	23.249	32.750	315.209	33.505	24.646	389.596
di cui: <i>bancari</i>	22.324	30.456	287.209	31.025	22.564	316.444
Titoli	-	-	-	9.178	10.277	44.056
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	-	-	-	8.212	7.518	35.577
Azioni e partecipazioni	-	-	-	24.233	4.331	944.385
Passività sull'estero	-	-	-	-13.323	9.041	268.057
di cui: <i>debiti a breve termine</i>	-	-	-	-4.130	-511	73.704
<i>debiti a medio e a lungo termine</i>	-	-	-	-2.818	846	5.037
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	-	-	-	-4.825	2.726	16.419
<i>azioni e partecipazioni</i>	-	-	-	1.444	6.751	144.269
Altre passività finanziarie (6)	1.520	1.654	29.461	-20.845	-3.810	342.110
Totale passività ...	23.186	32.562	396.442	23.159	34.499	2.292.287
Saldo ...	23.358	53.175	2.638.794	-14.792	1.389	-1.153.265

(1) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Famiglie consumatrici, imprese individuali fino a 5 addetti e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (3) La voce è costituita da riserve tecniche di assicurazione del ramo danni e crediti commerciali sull'interno; per le famiglie comprende anche fondi pensione, fondi di quiescenza e riserve assicurative del ramo vita; per le imprese comprende anche derivati sull'interno. – (4) Include anche finanziamenti da società di factoring e operazioni pronti contro termine. – (5) Include anche finanziamenti da società di leasing; per le famiglie comprende anche credito al consumo da società finanziarie. – (6) Fondi di quiescenza; per le imprese comprende anche debiti commerciali e derivati sull'interno.

zione del debito bancario in favore delle scadenze più lunghe, sia di consistenti emissioni nette di obbligazioni (10,2 miliardi di euro nei primi nove mesi dell'anno, contro 3,4 nello stesso periodo del 2003; cfr. il paragrafo: *Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche*).

Fig. 36

Indebitamento e oneri finanziari delle imprese non finanziarie italiane (1)
(valori percentuali)



Fonte: Per il PIL e il valore aggiunto, Istat.

(1) Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. - (2) Scala di sinistra. Le consistenze dei debiti finanziari e del patrimonio si riferiscono al settembre di ogni anno. - (3) Il PIL è riferito all'intero anno. - (4) Scala di destra. Oneri finanziari netti e valore aggiunto si riferiscono all'intero anno; il dato del 2004 si riferisce ai primi 9 mesi. Gli oneri finanziari netti sono stimati dalla Banca d'Italia. Il valore aggiunto del 2004 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale.

Il *leverage* delle imprese (il rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato) si è lievemente ridotto, essenzialmente per effetto dell'aumento del patrimonio dovuto al rialzo dei valori di borsa (cfr. il riquadro: *Le condizioni finanziarie delle imprese italiane nel periodo 1990-2003*). In settembre esso era pari al 43,4 per cento, un valore analogo a quello dell'area dell'euro e di due punti percentuali inferiore rispetto a un anno prima.

L'attività delle banche italiane

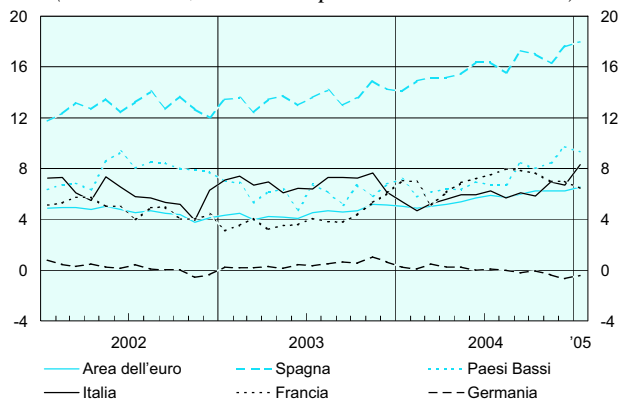
I prestiti. - Nel 2004 il credito bancario nell'area dell'euro è aumentato del 6,3 per cento (5,1 nel 2003; tav. 28). La crescita, particolarmente sostenuta in Spagna, dove più elevato è stato l'incremento del prodotto, è risultata in linea con quella dell'area in Italia e in Francia e pressoché nulla in Germania (fig. 37).

Nel nostro paese i prestiti sono aumentati del 6,7 per cento, come nel 2003 (tav. 29). La crescita è per la maggior parte riconducibile ai finanziamenti erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, al settore dell'edilizia e alle società di servizi legati al mercato immobiliare. In gennaio si è verificata un'accelerazione, in gran parte ascrivibile a un prestito sindacato connesso con il riassetto societario della principale compagnia telefonica italiana.

I prestiti alle famiglie consumatrici hanno continuato ad accelerare (15,8 per cento in dicembre; tav. 30). Oltre l'85 per cento dei mutui concessi nel 2004 è indicizzato a tassi di mercato monetario o è rinegoziabile entro un anno (l'analogo quota nell'area dell'euro è del 54 per cento). Per tali contratti l'attuale basso livello dei tassi d'interesse consente ai mutuatari di limitare l'importo delle prime rate da rimborsare, a fronte della consapevole assunzione del rischio di un rialzo dei rendimenti. È proseguita a ritmi sostenuti l'espansione del credito al consumo (16,3 per cento).

Fig. 37

Prestiti delle Istituzioni finanziarie monetarie nell'area dell'euro (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Prestiti delle IFM dei paesi dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) nei confronti della clientela residente nel paese diversa dalle IFM. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni.

I finanziamenti complessivi alle imprese hanno rallentato (dal 6,3 per cento del 2003 al 3,5). Alla decelerazione ha contribuito un calo della domanda, dovuto all'aumento delle fonti interne di finanziamento e alla modesta dinamica dell'attività produttiva (cfr. il capitolo: *La produzione, la domanda e la bilancia dei pagamenti*). Alcune grandi imprese

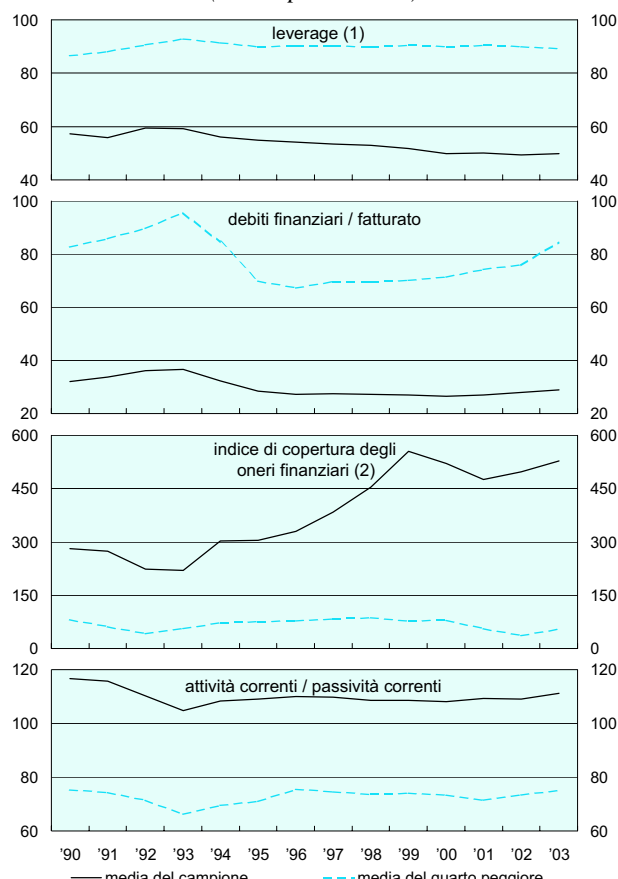
Le condizioni finanziarie delle imprese italiane nel periodo 1990-2003

Nel triennio 2001-03, nonostante la debolezza dell'attività economica, le condizioni finanziarie delle imprese italiane sono rimaste relativamente stabili. Ciò ha fatto seguito alla fase di miglioramento della situazione finanziaria avviata dalla prima metà degli anni novanta, quando l'indebitamento aveva toccato livelli assai elevati. Nel corso degli ultimi dieci anni anche il peso degli oneri finanziari si è considerevolmente ridotto, principalmente per il forte calo dei tassi di interesse (cfr. il riquadro: La recente evoluzione dell'indebitamento delle imprese non finanziarie in Italia, in Bollettino Economico, n.42, 2004).

L'analisi di un campione di oltre 35.000 imprese non finanziarie censite dalla Centrale dei bilanci evidenzia che tra il 1993 (un anno di particolare tensione per la struttura finanziaria delle imprese) e il 2003 il leverage è diminuito in media di dieci punti percentuali, collocandosi al 50 per cento (fig. 1); in rapporto al fatturato i debiti finanziari si sono ridotti dal 37 al 29 per cento. L'indice di copertura degli oneri finanziari con il cash flow, una misura dell'onerosità del debito in relazione alla capacità dell'impresa di generare risorse, è significativamente migliorato (nel 2003 gli oneri finanziari erano scesi a circa un quinto dell'autofinanziamento al lordo degli oneri medesimi, dal 50 per cento del 1993); il rapporto tra attività correnti e passività a breve termine (una misura della liquidità delle imprese) è rimasto stabile attorno al 110 per cento. Dati aggregati indicano che nei primi nove mesi del 2004 sono ulteriormente diminuiti il leverage e l'onerosità del debito (fig. 36 del testo).

Fig. 1

Situazione finanziaria delle imprese italiane (valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei bilanci; dati provvisori per il 2003.

(1) Rapporto tra debiti finanziari e la somma di debiti finanziari e patrimonio netto valutato ai valori di bilancio. - (2) Rapporto tra autofinanziamento al lordo degli oneri finanziari e gli oneri finanziari stessi.

operanti nei settori delle telecomunicazioni e dei servizi di pubblica utilità hanno inoltre aumentato il ricorso al mercato obbligazionario (cfr. il paragrafo: Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche).

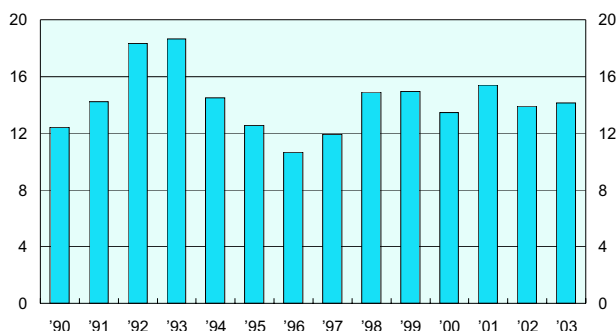
L'espansione del credito si è concentrata presso le società di servizi e delle costruzioni. I prestiti alle imprese manifatturiere hanno registrato un calo (0,4 per

cento), particolarmente intenso nei comparti del tessile, dell'abbigliamento e dei mezzi di trasporto, nei quali la produzione è calata rispetto al 2003, e della chimica.

Il credito alle imprese del Mezzogiorno è cresciuto del 7,8 per cento, contro il 3,0 del Centro Nord. Il divario rimane ampio anche al netto dell'effetto dovuto alla differente specializzazione produttiva delle due aree.

Fig. 2

Un indicatore delle condizioni finanziarie (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei bilanci; dati provvisori per il 2003.

(1) Quota sul fatturato complessivo del campione del fatturato delle imprese per le quali sono verificate almeno due delle seguenti condizioni: leverage superiore al 75 per cento, rapporto attività correnti/passività correnti inferiore al 75 per cento, rapporto debiti finanziari/fatturato superiore al 50 per cento, indice di copertura degli oneri finanziari inferiore al 100 per cento. Un aumento dell'indicatore segnala un aumento della vulnerabilità finanziaria.

Il miglioramento della situazione finanziaria registrato nel decennio non ha interessato in misura uniforme le società del campione; si è anzi verificato un aumento della dispersione attorno ai valori medi. Per il 25 per cento del campione composto dalle imprese per le quali in ogni anno ciascun indicatore assumeva i valori più sfavorevoli si rileva un aggravio delle condizioni finanziarie. Dal 1996 al 2003 per queste imprese il leverage è rimasto stabile intorno al 90 per cento; il rapporto tra debiti finanziari e fatturato è aumentato dal 67 all'84 per cento; l'indice di copertura

degli oneri finanziari è significativamente peggiorato, dal 78 al 55 per cento.

Tale andamento riflette in parte dinamiche settoriali. Nel triennio 2001-03 tra le imprese molto indebitate o con un basso grado di copertura degli oneri finanziari è aumentato il peso in termini di fatturato di quelle industriali, la cui redditività è generalmente diminuita più di quella delle imprese dei servizi.

Complessivamente, tuttavia, il peso delle imprese in condizioni finanziarie meno favorevoli resta ampiamente inferiore a quello registrato durante la recessione dei primi anni novanta. Infatti, nel biennio 2002-03 il fatturato delle aziende per cui almeno due dei quattro indicatori menzionati superavano, in ciascun anno, determinate soglie era pari al 14 per cento del totale, contro il 18 per cento nel biennio 1992-93 (fig. 2; la quota scende dal 4,8 al 2,9 per cento qualora si considerino le imprese con valori peggiori delle rispettive soglie per almeno tre indicatori). Tra queste imprese è significativamente diminuita la quota di quelle meridionali, attualmente in linea con il peso delle aziende del Mezzogiorno sull'intero campione. Nel 2003 le imprese di grandi dimensioni (con più di mille addetti) in condizioni finanziarie meno favorevoli rappresentavano il 5 per cento del fatturato del campione. Tra il 1993 e il 2003 il loro peso è diminuito (di quasi due punti percentuali) a causa di una più elevata riduzione dell'indebitamento e di una migliore tenuta della redditività rispetto alle imprese più piccole.

Nel corso del 2004 la crescita dei finanziamenti bancari alle imprese di minore dimensione (ditte individuali e società di persone con meno di 20 addetti) si è mantenuta superiore a quella delle altre aziende (5,7 per cento, contro 4,0; fig. 38).

Circa tre quarti dei finanziamenti complessivi al settore delle imprese sono stati erogati dalle banche "piccole" e "minori" (cfr. nel *Glossario* della Rela-

zione sull'anno 2003 la voce: Banche), la cui quota di mercato è aumentata sia nel segmento delle piccole imprese (al 44 per cento), sia in quello delle aziende medie e grandi (al 30 per cento).

L'allungamento delle scadenze dei prestiti alle imprese ha riguardato tutti i settori produttivi, le aree geografiche e le classi dimensionali (tav. 31). La composizione per scadenza del credito bancario delle

Tav. 28

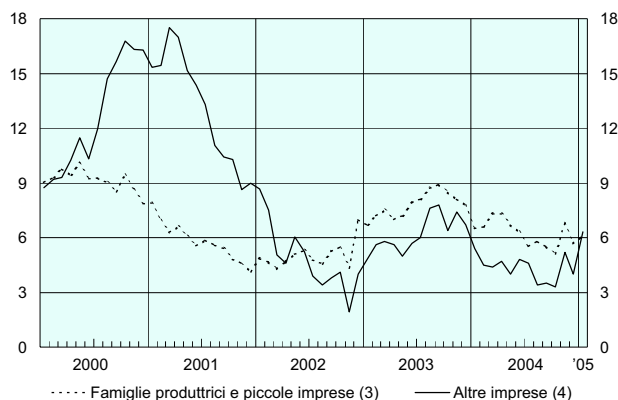
Raccolta e prestiti bancari nell'area dell'euro e in Italia (1)
(definizioni armonizzate; variazioni percentuali sui 12 mesi)

PERIODI	Raccolta						Obbligazioni (2)	Prestiti
	Depositi							
	di cui: esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali							
	Conti correnti	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine				
Area dell'euro (3)								
2003 - set.	5,6	5,6	8,5	1,3	9,3	-6,7	5,8	4,5
dic.	6,2	5,5	8,0	1,7	8,4	-4,4	7,5	5,1
2004 - mar.	6,4	5,0	9,4	0,1	6,7	-1,4	9,1	5,0
giu.	6,4	4,7	7,7	0,7	6,5	1,8	9,8	5,7
set.	7,3	5,4	8,0	2,1	6,3	2,7	11,0	6,0
dic.	7,8	5,9	6,4	4,9	6,4	9,5	11,3	6,3
2005 - gen.	7,6	6,0	8,0	4,7	6,1	6,2	10,5	6,5
Italia (4)								
2003 - set.	5,1	4,5	8,3	-9,3	6,0	-10,2	6,1	7,8
dic.	4,4	2,2	5,9	-10,2	5,1	-15,7	8,6	6,7
2004 - mar.	5,7	3,3	7,8	-7,8	5,6	-18,0	10,0	5,7
giu.	5,6	3,2	6,5	-8,8	5,4	-12,7	10,0	6,1
set.	6,6	3,5	6,5	-9,1	4,9	-9,3	12,1	6,1
dic.	7,2	5,1	6,2	-3,9	4,7	2,8	10,8	6,7
2005 - gen.	7,4	5,3	6,6	-5,0	4,5	3,6	10,8	8,4

(1) Dati di fine periodo. I dati di gennaio 2005 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. I dati sono coerenti con quelli pubblicati nel Bollettino mensile della BCE. - (2) Valore complessivo dei titoli di debito, inclusi quelli di mercato monetario. Per convenzione essi vengono attribuiti interamente ai residenti dell'area. - (3) Raccolta e prestiti delle IFM dei paesi dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) nei confronti della clientela residente nell'area diversa dalle IFM. - (4) Raccolta e prestiti delle banche nei confronti della clientela residente in Italia diversa dalle IFM.

Fig. 38

Andamento dei prestiti alle imprese per classe dimensionale in Italia (1)
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi) (2)



(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nell'aggregato della tav. 28. - (2) Calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. - (3) Imprese individuali e società di persone con meno di 20 addetti. - (4) Escludono le società finanziarie di partecipazione.

imprese in Italia si avvicina progressivamente a quella prevalente nell'area: alla fine di dicembre i finanziamenti a medio e a lungo termine rappresentavano circa il 57 per cento dei prestiti complessivi (contro il 69 nell'area dell'euro); circa il 90 per cento dei nuovi finanziamenti concessi nel 2004 è a tasso variabile (86 nell'area).

La qualità del credito. - I prestiti iscritti a sofferenza nel corso del 2004 sono risultati pari allo 0,9 per cento della consistenza totale (tav. 32). Tale valore è in linea con quello registrato nel 2003 al netto degli effetti dovuti al dissesto del gruppo Parmalat. Il tasso di ingresso in sofferenza si mantiene più elevato per i prestiti alle imprese del Mezzogiorno (1,8 per cento, contro 1,0 nel Centro Nord). La consistenza dei crediti in sofferenza in rapporto al totale dei prestiti è rimasta invariata, al 4,7 per cento; se valutate al valore

di realizzo, le sofferenze sono scese dal 2,2 al 2,0 per cento dei prestiti.

I finanziamenti facenti capo a clienti in temporanea difficoltà (incagli) si sono ridotti dello 0,6 per cento sui dodici mesi, a fronte di un aumento del 4,0 nel 2003. La contrazione ha riguardato sia le regioni del Centro Nord sia quelle del Mezzogiorno.

Le condizioni di offerta e i tassi d'interesse. – Nel 2004 le condizioni di offerta del credito sono rimaste generalmente distese. I tassi di interesse bancari in Italia sono stabili su livelli storicamente ridotti (figg. 39 e 40), sostanzialmente in linea con quelli del resto dell'area (cfr. il riquadro: *Il costo del credito bancario in Italia e nell'area dell'euro nel 2004*).

In presenza di una forte crescita del credito nelle regioni meridionali, il differenziale tra il tasso sui pre-

stiti a breve termine alle imprese nel Mezzogiorno e al Centro Nord, corretto per la diversa composizione settoriale e dimensionale della clientela, è aumentato di circa 0,2 punti percentuali, all'1,5 per cento. Il differenziale risente della maggiore incidenza dei crediti in sofferenza e delle partite incagliate nel Mezzogiorno.

Per le famiglie italiane, il TAEG (tasso annuo effettivo globale) sui prestiti per l'acquisto di abitazioni è attualmente pari al 3,8 per cento (4,1 in media nell'area dell'euro). Il TAEG sul credito al consumo si è ridotto di 0,3 punti, al 9,6 per cento; nell'area è rimasto costante al 7,7 per cento.

I gruppi bancari italiani partecipanti all'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall'Eurosistema hanno indicato di non aver modificato le condizioni per la concessione di prestiti alle imprese e alle famiglie nel nostro paese, pur segnalando un aumento dei rischi connessi con l'andamento della

Tav. 29

Principali voci di bilancio delle banche italiane (1)
(dati di fine periodo; variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)

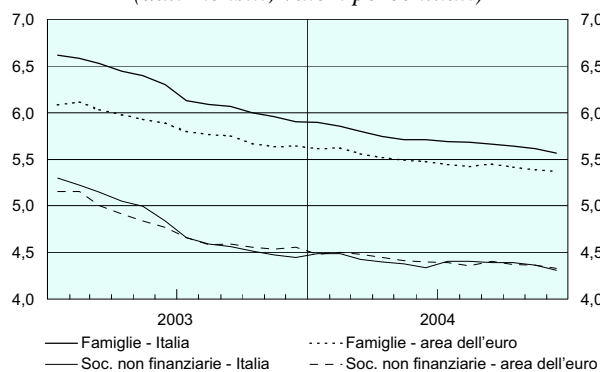
	2002	2003	2004	2004 (2)				Gennaio 2005	
				I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Sui 12 mesi	Consistenze (milioni di euro)
Attività									
Titoli	-15,6	4,2	-2,8	-14,4	7,5	4,2	-5,3	0,8	178.388
di cui: titoli pubblici	-19,8	-4,0	-12,0	-26,7	-1,1	-6,1	-10,0	-7,3	96.969
Prestiti	6,3	6,7	6,7	4,1	7,5	6,3	9,3	8,4	1.177.300
di cui (3): a breve termine (a)	0,5	-1,5	-4,1	-7,6	0,2	-1,9	-6,3	-1,6	444.122
a medio e a lungo termine (b)	11,7	13,3	13,8	13,9	12,4	11,8	17,4	15,2	668.128
(a)+(b)	6,1	6,2	6,0	4,2	7,1	6,0	7,2	7,9	1.112.250
pronti contro termine (4).....	-7,2	-1,1	88,2	-12,9	-88,8	-78,6	::	121,0	6.597
"sofferenze" (5)	1,9	10,6	6,0	6,7	9,1	5,6	2,6	4,6	53.977
Per memoria:									
"sofferenze" nette (6)	-0,4	9,3	-2,0	-20,7	2,2	4,0	8,8	-3,0	21.550
Attività sull'estero	19,8	1,2	11,5	12,9	-12,6	23,8	26,4	5,7	233.470
Passività									
Raccolta sull'interno (7)	8,0	4,4	7,2	9,8	5,8	7,6	7,4	7,4	1.166.570
Depositi	6,7	2,2	5,1	8,8	4,4	5,1	4,8	5,3	723.895
di cui (8): in conto corrente	7,2	5,9	6,2	14,8	5,7	6,9	2,0	6,6	542.369
con durata prestabilita	-8,6	-10,2	-3,9	-9,3	-3,5	-9,8	7,9	-5,0	40.659
rimborsabili con preavviso ..	5,4	5,1	4,7	8,4	4,0	4,1	2,7	4,5	67.600
pronti contro termine	17,2	-15,7	2,8	-17,7	0,6	3,2	24,6	3,6	65.678
Obbligazioni (7)	10,3	8,6	10,8	11,5	8,1	11,8	11,8	10,8	442.676
Passività sull'estero	-3,2	11,2	3,8	20,5	-8,8	-8,4	15,3	5,9	312.376

(1) I dati di gennaio 2005 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) Calcolate su dati depurati della componente stagionale, quando presente. – (3) Non è riportato l'andamento di alcune voci di minor rilievo nell'aggregato. – (4) Il dato relativo al IV trimestre non è riportato in quanto statisticamente non significativo. – (5) Le variazioni percentuali non sono depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (6) Crediti in sofferenza al netto delle perdite di valore. – (7) Incluse le obbligazioni detenute da non residenti – (8) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

Il costo del credito bancario in Italia e nell'area dell'euro nel 2004

Sulla base delle statistiche armonizzate rilevate dall'Eurosistema (cfr. il riquadro: Le nuove statistiche armonizzate sui tassi di interesse, in Bollettino Economico n. 41, novembre 2003) si può stimare che nel 2004 il costo medio del credito bancario, valutato sulle consistenze, sia stato pari in Italia al 4,4 per cento per le imprese e al 5,7 per le famiglie. I corrispondenti valori per l'area dell'euro sono stati rispettivamente pari al 4,4 e al 5,5 per cento (cfr. figura e tavola).

Tassi di interesse armonizzati sui prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie in Italia e nell'area dell'euro (1)
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Dati relativi alle operazioni in essere alla fine del mese di riferimento. Medie ponderate dei dati relativi alle singole categorie di operazioni, contraddistinte sulla base della forma tecnica con la quale viene erogato il finanziamento e della durata originaria del contratto.

Qualora si considerino specifiche forme tecniche o classi di durata, il costo del credito nel nostro paese presenta differenze rispetto a quanto osservato nell'area dell'euro, dovute alle diverse caratteristiche dei contratti di finanziamento (come la rischiosità dei prestiti, per la quale non si dispone di informazioni comparabili) e ad altri fattori.

Nell'ambito dei prestiti alle imprese, gli affidamenti in conto corrente, privi di una scadenza predefinita e con tassi rinegoziabili, presentano un costo medio del 5,7 per cento in Italia e del 5,5 nell'area dell'euro. L'incidenza di tali prestiti sul totale del cre-

dito bancario risulta assai maggiore nel nostro paese rispetto al complesso dell'area (32 contro 16 per cento) a causa di fattori di varia natura. In primo luogo, l'elevato livello e l'ampia variabilità dell'inflazione italiana fino alla metà degli anni novanta rendevano incerta la pianificazione dei flussi di cassa delle imprese e poco conveniente la stipula di contratti di finanziamento a scadenza predeterminata. Con il calo dell'inflazione, negli anni più recenti la diffusione dei prestiti in conto corrente si è ridotta; tra il 1995 e il 2004 essi sono scesi dal 42 al 32 per cento del totale. L'elevata incidenza dei prestiti in conto corrente nel nostro paese dipende anche dalla carenza delle informazioni rese al pubblico dalle imprese, soprattutto da quelle di piccole dimensioni. In tale contesto, il contratto di finanziamento in conto corrente è stato spesso utilizzato dalle banche per ricavare informazioni sulle condizioni economico-finanziarie dell'impresa debitrice, ad esempio mediante l'analisi del grado di utilizzo delle linee di credito. Il prestito in conto corrente presenta vantaggi per le stesse imprese, in quanto permette di ridurre in misura considerevole i costi di gestione della liquidità. La contenuta dimensione media delle imprese italiane, di gran lunga inferiore a quella degli altri paesi dell'area dell'euro, contribuisce a spiegare la maggiore diffusione di questa forma tecnica nel nostro paese (1).

Il tasso sui prestiti alle imprese con durata prestabilita risulta invece inferiore in Italia (3,8 per cento contro 4,2 nell'area), soprattutto nel comparto a medio e a lungo termine. Ciò potrebbe riflettere, oltre che differenze nel grado di concorrenza nei diversi mercati nazionali, l'elevata quota di finanziamenti coperti da garanzie erogati alle imprese italiane (oltre il 70 per cento dei prestiti a medio e a lungo termine nel 2004) (2). Il divario non è invece ascrivibile né a un diverso peso dei finanziamenti a tasso variabile, molto elevato sia in Italia sia nel resto dell'area, né a differenze sulle condizioni praticate sui contratti con simili caratteristiche di rinegoziabilità del tasso.

Per quanto riguarda i prestiti alle famiglie (consumatrici e produttrici), il costo dei mutui per l'acquisto

**Tassi di interesse armonizzati sui prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie
in Italia e nell'area dell'euro (1)
(punti percentuali)**

	Prestiti alle imprese non finanziarie			Prestiti alle famiglie		
		Conti correnti	Con scadenza prestabilita		Per acquisto di abitazioni	Conti correnti, credito al consumo e per altri scopi
Italia	4,40	5,67	3,80	5,71	4,48	7,02
per memoria: composizione percentuale	100,0	31,9	68,1	100,0	51,6	48,4
Area dell'euro	4,41	5,45	4,22	5,48	4,95	6,59
per memoria: composizione percentuale	100,0	15,7	84,3	100,0	67,8	32,2
Deviazione standard (2)	0,6	3,8	0,5	1,1	0,8	2,0
Coefficiente di variazione (3)	0,1	0,6	0,1	0,2	0,2	0,3

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Media per il 2004 dei dati di fine mese relativi alle operazioni in essere. – (2) Calcolata sulla base dei dati dei 12 paesi membri dell'area dell'euro. – (3) Rapporto tra la deviazione standard e la media semplice.

di abitazioni è in Italia più contenuto di 0,5 punti percentuali rispetto alla media dell'area; gli altri prestiti, al contrario, sono più onerosi per 0,4 punti.

Il basso tasso sui prestiti destinati all'acquisto di abitazioni (4,5 per cento) riflette l'elevata quota di finanziamenti a tasso variabile (oltre l'80 per cento a fine 2004, una quota molto superiore a quella media dell'area), attualmente meno onerosi rispetto ai mutui a tasso fisso a fronte del rischio di un aumento dei tassi futuri. Nel 2004 il tasso sui nuovi mutui indicizzati ai rendimenti di mercato è risultato in linea con quello rilevato nell'area dell'euro (3,5 per cento).

Il maggior costo degli altri prestiti (conti correnti, credito al consumo e per altri scopi) risente di due fattori. Il primo è lo scarso sviluppo del mercato del credito al consumo nel nostro paese, che, pur se in forte espansione, è ancora di dimensioni molto contenute nel confronto internazionale (cfr. il riquadro: Il credito bancario alle famiglie in Italia, in Bollettino Economico n. 41, 2003). In questo comparto, dove hanno posizioni di rilievo intermediari controllati da primari gruppi bancari internazionali, i tassi praticati in Italia sono superiori di 1,6 punti percentuali rispet-

to a quelli medi dell'area dell'euro. Il secondo è l'elevata incidenza dei finanziamenti alle famiglie produttrici, alle quali vengono applicati tassi mediamente più alti rispetto alle famiglie consumatrici. Per effetto della maggiore frammentazione del tessuto produttivo, in Italia questi finanziamenti costituiscono una quota più elevata dei prestiti alle famiglie rispetto alla media dell'area. Sulla base dei dati della Centrale dei rischi, nel 2004 il differenziale tra i tassi applicati sui finanziamenti erogati ai due settori è stato pari a circa 1,3 punti percentuali.

(1) I dati della Centrale dei rischi mostrano, infatti, che in Italia l'utilizzo dei prestiti in conto corrente è inversamente correlato alla dimensione dell'impresa (approssimata dall'importo del credito accordato).

(2) Dati che consentono un confronto tra paesi sono disponibili soltanto con riferimento alla metà degli anni novanta e indicano che la quota dei prestiti assistiti da garanzie reali e personali in Italia (66 per cento) era superiore a quella dei principali paesi dell'area dell'euro (cfr. Borio, C.E.V., Credit Characteristics and the Monetary Policy Transmission Mechanism in Fourteen Industrial Countries, in Alders K. et al. (a cura di), Monetary Policy in a Converging Europe, Kluwer Academic Publishers, Amsterdam, 1996).

Tav. 30

Prestiti delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica (1)

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese					Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Produttrici (2)		
				Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi				

Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)

Centro Nord											
2003 - dic.	-9,6	2,2	6,3	3,0	6,6	1,3	13,9	11,3	11,4	9,4	5,9
2004 - mar.	-2,8	1,9	3,8	-4,0	4,5	-0,2	12,2	9,2	12,2	8,9	5,1
giu.	-4,1	1,8	3,8	-5,7	4,5	0,7	12,0	8,1	14,3	7,5	5,3
set.	0,8	4,7	2,0	-12,0	3,2	-1,4	10,0	7,3	14,5	5,9	5,0
dic.	1,0	0,8	3,0	-6,3	3,7	-0,8	8,4	6,9	15,6	6,9	5,3
2005 - gen.	-3,2	2,6	6,3	8,4	6,2	....	....	....	16,1	7,0	7,4
Mezzogiorno											
2003 - dic.	11,1	6,8	6,1	-12,7	6,2	2,7	8,8	9,8	9,6	9,1	7,9
2004 - mar.	0,5	-1,0	6,0	25,0	5,9	2,0	7,4	9,3	11,1	9,0	7,6
giu.	8,9	-0,7	7,3	20,2	7,3	2,3	10,4	10,5	14,4	7,9	9,8
set.	11,1	11,5	7,9	96,3	7,6	2,4	11,5	11,4	15,4	7,7	10,8
dic.	2,0	5,0	7,8	52,2	7,6	3,0	11,1	10,6	16,5	8,1	10,5
2005 - gen.	13,3	17,9	8,6	111,5	8,0	....	....	....	16,4	8,5	11,8
ITALIA											
2003 - dic.	-7,2	2,3	6,3	2,9	6,6	1,4	13,1	11,1	11,0	9,3	6,2
2004 - mar.	-2,3	1,8	4,0	-3,8	4,6	-0,1	11,4	9,2	12,0	8,9	5,4
giu.	-2,5	1,8	4,2	-5,5	4,8	0,8	11,8	8,4	14,3	7,6	5,9
set.	2,1	4,9	2,6	-11,4	3,6	-1,0	10,2	7,8	14,7	6,3	5,8
dic.	1,2	0,9	3,5	-5,9	4,2	-0,4	8,8	7,4	15,8	7,2	6,0
2005 - gen.	-1,1	3,0	6,6	9,3	6,4	1,5	8,8	10,8	16,2	7,3	7,9

Consistenza dei prestiti a dicembre 2004 (4)

(milioni di euro)

Centro Nord	45.304	118.707	525.323	35.208	490.116	158.082	59.001	234.251	208.477	52.537	950.349
Mezzogiorno	7.173	3.688	65.272	410	64.861	17.668	10.494	30.583	54.603	14.979	145.714
ITALIA	52.478	122.395	590.595	35.618	554.977	175.780	69.504	265.142	263.080	67.516	1.096.317

Composizione percentuale dei prestiti a dicembre 2004 (4)

Centro Nord	4,8	12,5	55,3	3,7	51,6	16,6	6,2	24,6	21,9	5,5	100,0
Mezzogiorno	4,9	2,5	44,8	0,3	44,5	12,1	7,2	21,0	37,5	10,3	100,0
ITALIA	4,8	11,2	53,9	3,2	50,6	16,0	6,3	24,2	24,0	6,2	100,0

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nell'aggregato complessivo della tav. 28. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. - (2) Società di persone e imprese individuali fino a 5 addetti. - (3) Al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. - (4) La somma delle consistenze per area geografica può differire dal totale in quanto i dati sono tratti da voci diverse della Matrice dei conti.

congiuntura. Nella valutazione degli intermediari, si sarebbe invece ridotta la domanda di credito, soprattutto da parte delle grandi imprese.

La raccolta. – In gennaio la crescita della raccolta bancaria sull'interno è stata del 7,4 per cento, superiore rispetto a un anno prima e in linea con quella registrata nell'area (tav. 28). L'accelerazione ha riflesso il sostenuto aumento delle emissioni obbligazionarie, in particolare sull'euromercato, e la ripresa dei pronti contro termine (3,6 per cento, contro -15,7 nel 2003).

La domanda di depositi in conto corrente da parte di famiglie e imprese è rimasta elevata (6,6 per cento; cfr. il paragrafo: *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese in Italia*).

Il maggior ricorso alla raccolta obbligazionaria ha contribuito a mantenere costante il divario tra la durata finanziaria delle attività e quella delle passività di bilancio. Includendo anche le attività e le passività fuori bilancio, che comprendono le operazioni di copertura in derivati, a fine anno il divario era pari a 1,4 mesi (1,5 a fine 2003).

Tav. 31

Prestiti delle banche italiane alle imprese per scadenza, settore, dimensione e area geografica (1)
(variazioni percentuali sui 12 mesi) (2)

VOCI	Centro Nord		Mezzogiorno		ITALIA	
	dic. 2003	dic. 2004	dic. 2003	dic. 2004	dic. 2003	dic. 2004
Imprese e famiglie produttrici (3)						
a breve termine	-1,1	-3,0	2,2	3,9	-0,8	-2,2
a medio e a lungo termine	16,6	11,3	11,0	11,0	15,8	11,2
Totale ...	6,9	4,0	6,7	7,7	6,9	4,5
di cui:						
	<i>Per settore di attività economica</i>					
<i>Industria manifatturiera</i>						
a breve termine	-2,5	-6,3	3,0	4,0	-2,0	-5,4
a medio e a lungo termine	7,4	7,6	2,4	1,5	6,9	7,0
Totale ...	1,3	-0,8	2,7	3,0	1,4	-0,4
<i>Costruzioni</i>						
a breve termine	8,2	1,4	5,2	4,2	7,8	1,8
a medio e a lungo termine	18,9	14,0	11,5	15,9	17,7	14,3
Totale ...	13,9	8,4	8,8	11,1	13,1	8,8
<i>Servizi</i>						
a breve termine	3,7	-1,0	3,5	6,2	3,6	-0,1
a medio e a lungo termine	20,0	14,3	16,7	14,8	19,7	14,6
Totale ...	11,3	6,9	9,8	10,6	11,1	7,4
	<i>Per dimensione</i>					
<i>Famiglie produttrici e piccole imprese (4)</i>						
a breve termine	1,0	-0,6	1,1	2,5	1,0	-0,1
a medio e a lungo termine	13,1	9,6	14,6	11,7	13,3	10,0
Totale ...	7,6	5,3	8,8	8,0	7,8	5,7
<i>Imprese medio-grandi (3)</i>						
a breve termine	-1,6	-3,5	2,6	4,4	-1,2	-2,7
a medio e a lungo termine	18,0	11,5	9,3	10,7	16,9	11,4
Totale ...	6,8	3,6	5,9	7,6	6,7	4,0

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nell'aggregato complessivo della tav. 28. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. – (2) Calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (3) Escludono le società finanziarie di partecipazione. – (4) Imprese individuali e società di persone con meno di 20 addetti.

Tav. 32

“Sofferenze” e incagli delle banche italiane per area geografica e settore di attività economica (1)
(valori percentuali)

AREE	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Produttrici (2)			
				Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi					

Variazioni sui 12 mesi delle “sofferenze” (3)

<i>dicembre 2003</i>											
Centro Nord	-18,9	20,8	23,1	42,8	22,6	49,8	4,7	12,6	-0,6	7,8	15,6
Mezzogiorno	-0,2	-20,0	1,9	31,8	1,6	10,7	0,2	-5,2	2,5	3,9	2,4
ITALIA	-4,7	11,5	16,3	41,0	15,8	38,7	3,1	6,9	0,7	5,8	10,6
<i>dicembre 2004</i>											
Centro Nord	-38,8	-2,0	7,2	-4,3	7,5	7,2	4,0	11,4	8,7	4,5	7,0
Mezzogiorno	-6,6	-15,6	4,9	-6,7	5,0	14,6	-0,5	3,9	4,6	1,7	3,9
ITALIA	-13,3	-4,2	6,6	-4,6	6,8	9,2	2,1	9,1	7,1	3,1	6,0

Flusso delle nuove “sofferenze” in rapporto agli impieghi (4)

<i>dicembre 2003</i>											
Centro Nord	0,0	0,2	1,7	....	....	2,6	2,2	1,2	0,7	1,3	1,1
Mezzogiorno	0,0	0,1	2,5	....	....	3,7	2,2	2,1	0,8	2,2	1,7
ITALIA	0,0	0,2	1,8	....	....	2,7	2,2	1,3	0,7	1,5	1,2
<i>dicembre 2004</i>											
Centro Nord	0,0	0,0	1,0	....	....	1,4	1,1	0,9	0,7	1,3	0,8
Mezzogiorno	0,0	0,0	1,8	....	....	2,9	1,8	1,4	1,0	2,0	1,4
ITALIA	0,0	0,0	1,1	....	....	1,5	1,2	1,0	0,8	1,4	0,9

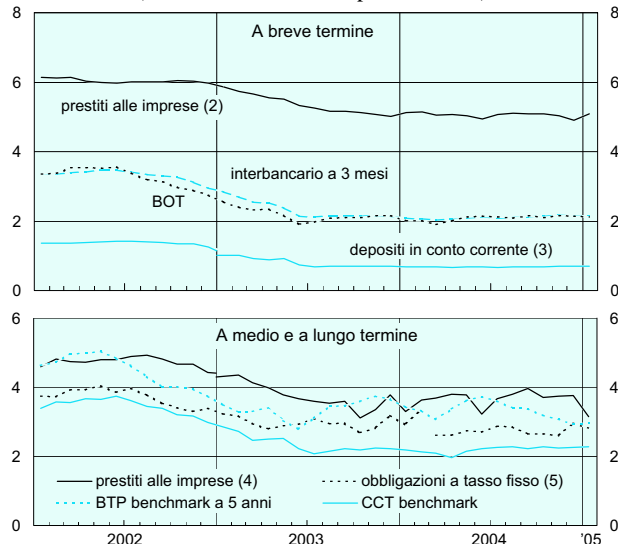
Variazioni sui 12 mesi degli incagli

<i>dicembre 2003</i>											
Centro Nord	20,4	-8,8	1,0	-60,6	3,8	-0,3	7,1	2,5	7,7	12,1	3,4
Mezzogiorno	-14,9	-7,6	1,5	-35,8	1,5	9,3	-7,7	-5,4	8,4	24,0	6,6
ITALIA	-4,4	-8,7	1,1	-60,4	3,4	1,5	3,0	1,3	7,9	15,2	4,0
<i>dicembre 2004</i>											
Centro Nord	-18,7	-58,0	0,4	103,7	-1,3	-4,7	-17,9	3,0	1,9	-0,1	-0,6
Mezzogiorno	-41,4	-40,3	-2,2	-23,8	-2,2	-17,3	-0,1	1,3	2,5	2,9	-0,5
ITALIA	-32,9	-57,1	0,0	101,5	-1,5	-7,2	-13,5	2,7	2,0	0,7	-0,6

(1) La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. – (2) Società di persone e imprese individuali fino a 5 addetti. – (3) Non depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (4) Flusso delle nuove “sofferenze” rettificato negli ultimi 12 mesi in rapporto alle consistenze dei prestiti non in “sofferenza” rettificata in essere all’inizio del periodo. L’informazione relativa alle finanziarie di partecipazione e alle società non finanziarie non è disponibile. I dati delle nuove “sofferenze” rettificato sono tratti dalle segnalazioni alla Centrale dei rischi.

Fig. 39

Tassi d'interesse bancari e sui titoli di Stato in Italia (1)
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, MTS, MID.

(1) I tassi si riferiscono a operazioni in euro. Dal gennaio 2003 i dati sui tassi bancari sono raccolti ed elaborati secondo la nuova metodologia armonizzata dell'Eurosistema. - (2) Dal gennaio 2003 tasso medio sui prestiti alle imprese con scadenza non superiore a un anno. Prima del 2003 dati ricostruiti utilizzando l'interpolazione mensile dei tassi trimestrali della Centrale dei rischi relativi ai prestiti alle imprese con scadenza non superiore a 18 mesi. - (3) Fino al dicembre 2002 tasso medio sui depositi in conto corrente applicato al complesso della clientela. Dall'inizio del 2003 tasso medio sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. - (4) Fino al dicembre 2002 tasso medio sui nuovi finanziamenti alle imprese residenti in Italia con scadenza superiore a 18 mesi. Dal gennaio 2003 tasso medio sulle nuove erogazioni alle imprese residenti nell'area dell'euro con tasso prefissato per oltre un anno. - (5) Tasso medio sulle obbligazioni bancarie emesse nel mese. Dati tratti dalla rilevazione statistica decennale. Dal marzo 2004 il campione delle banche segnalanti è stato modificato.

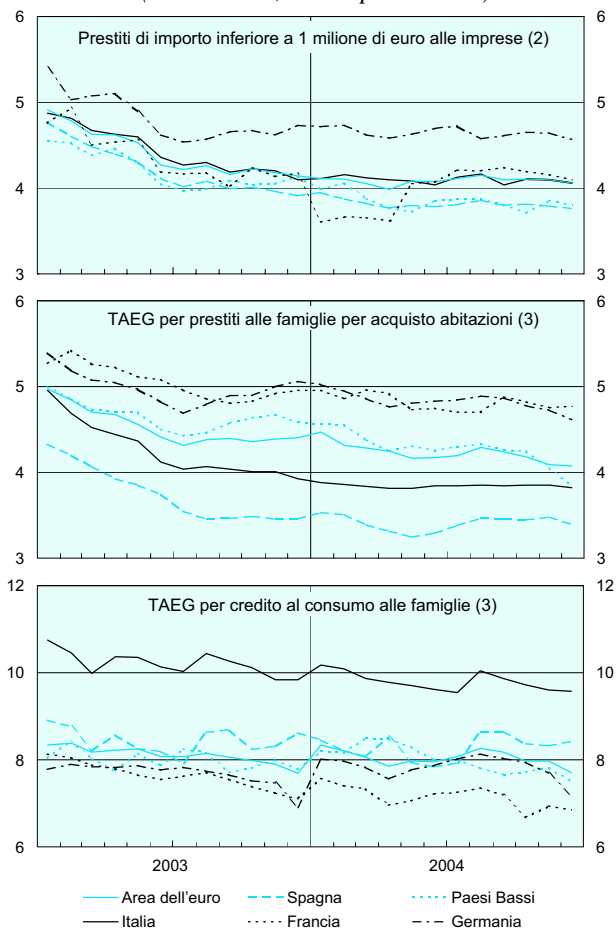
Nel 2004 il tasso d'interesse sui conti correnti delle famiglie è rimasto stabile (0,6 per cento alla fine di dicembre; 0,7 nell'area dell'euro). Il rendimento delle obbligazioni bancarie a tasso fisso è diminuito di 0,2 punti percentuali, al 3,0 per cento.

La redditività. - Dati ancora preliminari indicano per il 2004 un calo della redditività operativa delle banche su base non consolidata; all'andamento positivo nel primo semestre sarebbe seguita una flessione nel secondo. Il risultato di gestione è diminuito del 2,5 per cento nell'intero anno. Questo andamento è riconducibile al ristagno del margine di intermediazione, in presenza di un moderato incremento dei costi operativi (1,0 per cento). L'aumento dei costi del personale (1,8 per cento) è in parte ascrivibile agli accantonamenti per l'adeguamento delle retribuzioni all'inflazione effettiva del biennio 2002-03,

disciplinato dal nuovo contratto nazionale del settore (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

Fig. 40

Tassi armonizzati sui prestiti nei maggiori paesi dell'area dell'euro: nuove operazioni (1)
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. - (2) Tasso medio alle imprese non finanziarie ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. La classe di importo si riferisce alla singola operazione. - (3) Il TAEG è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative). È ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. Sono incluse le famiglie produttrici e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Il margine di interesse è cresciuto (del 2,7 per cento), riflettendo sia l'aumento dei volumi intermediati sia una riduzione degli oneri sostenuti per la copertura dei rischi di variazione dei tassi d'interesse. In contrazione sono risultati i ricavi netti non da interessi (-4,6 per cento), in particolare quelli derivanti dalla negoziazione di titoli e di valute (-30,8

per cento); le commissioni nette e gli altri proventi di gestione sono diminuiti dell'1,1 per cento.

Per il complesso del sistema bancario, su base consolidata, il rendimento del capitale e delle riserve nel primo semestre del 2004 si situava attorno all'11 per cento.

A giugno del 2004 il patrimonio di vigilanza del sistema bancario italiano ammontava, su base consolidata, a 144,0 miliardi (tav. a39), il 4,7 per cento in più rispetto a un anno prima. Il coefficiente di solvibilità (rapporto tra il patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio) era salito all'11,5 per cento (11,2 a giugno del 2003).

Il mercato dei titoli di Stato

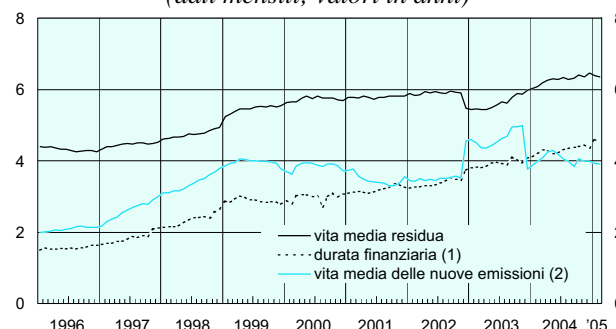
Nel 2004 le emissioni nette di titoli di Stato nei paesi dell'area dell'euro sono ammontate a 191 miliardi (177 nell'anno precedente). In Italia si è registrato un aumento da 18 a 27 miliardi (tav. 33). Sono proseguite le emissioni di BTP con rendimento indicizzato ai prezzi al consumo dell'area (18 miliardi, con scadenze a 5, 10 e 30 anni). Questi titoli possono contribuire a ridurre la spesa per interessi, in quanto i loro rendimenti non incorporano un premio per il

rischio di inflazione. È ulteriormente cresciuta la durata del debito (fig. 41).

Gli acquisti netti di titoli di Stato italiani da parte di operatori esteri sono diminuiti, da 63 a 23 miliardi (tav. 34); sono invece ripresi gli investimenti da parte delle famiglie.

Fig. 41

Vita media della consistenza e delle nuove emissioni di titoli di Stato italiani
(dati mensili; valori in anni)



(1) Calcolata sui titoli quotati all'MTS. - (2) Media mobile dei 12 mesi terminanti nel mese indicato. Il più elevato livello della serie tra il dicembre 2002 e il novembre 2003 è dovuto all'operazione di concambio effettuata alla fine del 2002 tra il Ministero dell'Economia e delle finanze e la Banca d'Italia.

Il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco è sceso da 0,16 punti percentuali alla fine del 2003 a 0,12 punti; analoghe riduzioni si sono registrate rispetto ai titoli francesi e

Tav. 33

Emissioni di titoli di Stato italiani (1)
(milioni di euro)

TITOLI	2003		2004	
	Emissioni lorde		Emissioni nette (2)	
BOT	214.093	221.300	5.905	-895
CTZ	31.185	27.128	-7.907	-8.198
CCT	38.313	34.527	-16.315	325
BTP	144.882	134.803	31.711	33.556
Altri .....	..	..	-1.180	-50
Totale	428.473	417.758	12.214	24.739
Prestiti della Repubblica	21.998	13.980	5.582	2.468
Totale titoli di Stato	450.471	431.738	17.796	27.206

(1) Valori nominali. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Valore al netto degli scarti di emissione; sono inclusi i riacquisti e i rimborsi di titoli effettuati mediante il Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

Tav. 34

Consistenze e acquisti netti di titoli emessi da residenti in Italia per settore detentore (1)
(milioni di euro)

SOTTOSCRITTORI	Titoli del settore pubblico						Obbligazioni private	Totale titoli del settore pubblico e obbligazioni private	Azioni quotate italiane
	BOT	CTZ	CCT	BTP	Altri (2)	Totale			
Acquisti netti nel periodo gennaio-dicembre 2004									
Banca centrale .....	..	..	1.609	3.558	..	5.167	-4	5.163	36
Banche (3)	-1.691	-1.473	-931	-6.965	2.777	-8.282	9.425	1.142	236
Fondi comuni (4)	5.524	936	-873	-9.446	806	-3.054	-1.066	-4.120	-133
Altri investitori (5)	-4.727	-7.661	520	46.409	3.036	37.576	67.331	104.908	3.059
di cui: estero (6).....	-6.614	4.764	10.562	10.401	3.956	23.069	....	....	13.189
Totale ...	-895	-8.198	325	33.556	6.618	31.407	75.686	107.093	3.197
Consistenze a fine dicembre 2004									
Banca centrale .....	..	..	11.990	40.927	1.020	53.937	161	54.099	6.418
Banche	17.402	3.244	40.510	14.961	8.789	84.907	67.869	152.776	22.117
Fondi comuni (4)	34.820	10.027	36.642	50.854	2.892	135.235	10.082	145.317	18.353
Altri investitori (5)	66.528	32.332	107.101	627.970	98.072	932.003	545.710	1.477.713	533.993
di cui: estero (6).....	50.950	25.219	45.056	386.454	89.653	597.332	....	....	77.841
Totale ...	118.750	45.603	196.243	734.713	110.773	1.206.082	623.822	1.829.904	580.881
Quote % sul totale delle consistenze dei titoli del settore pubblico	9,8	3,8	16,3	60,9	9,2	100,0			

(1) Le consistenze dei titoli del settore pubblico e delle obbligazioni sono valutate al valore nominale, quelle delle azioni al valore di mercato; gli acquisti netti sono valutati al valore di mercato. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Prestiti della Repubblica e altri titoli del settore pubblico. - (3) Il dato relativo alle azioni quotate italiane nel portafoglio delle banche si riferisce al periodo gennaio - settembre 2004. - (4) Il dato si riferisce ai fondi comuni e alle Sicav armonizzate di diritto italiano. - (5) Famiglie, imprese, estero, Amministrazioni pubbliche, Istituti di previdenza, Cassa DD.PP., SIM e istituti di assicurazione. - (6) Dati provvisori relativi a ottobre 2004. Sono esclusi i titoli degli enti territoriali, delle aziende autonome e dell'Ente F.S.

spagnoli. Il calo si è concentrato nella seconda parte del 2004, in concomitanza con il miglioramento del fabbisogno del settore statale in Italia (cfr. il capitolo: *La finanza pubblica nell'area dell'euro e in Italia*).

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

L'attività di collocamento. - Nell'area dell'euro, nel 2004 le emissioni nette di obbligazioni da parte di banche e imprese sono state cospicue (370 miliardi di euro), superiori ai valori già elevati registrati nel 2003 (tav. 35). L'andamento settoriale è stato molto diversificato: sono cresciute del 44 per cento le emissioni nette da parte delle banche; si sono invece ridotte quelle delle imprese non finanziarie, per effetto della protratta debolezza degli investimenti e della elevata disponibilità di finanziamenti interni.

Secondo quanto desumibile dalle emissioni lorde effettuate sull'euromercato (tav. 36), queste tendenze sarebbero proseguite all'inizio del 2005.

In Italia, nello stesso periodo, le emissioni nette complessive di obbligazioni sono ammontate a 76 miliardi di euro (57 nel 2003). Il ricorso al mercato è stato cospicuo sia per le banche (43 miliardi, contro 32 nel 2003) sia, a differenza di quanto osservato nell'area dell'euro, per le società non finanziarie (10 miliardi contro rimborsi netti per 1 miliardo). Quest'ultimo incremento riflette alcune operazioni di elevato ammontare realizzate da grandi imprese di servizi (telecomunicazioni, autostrade, pubblica utilità).

I rendimenti. - Riflettendo la tendenza in atto a livello mondiale, nel 2004 i differenziali di rendimento tra le obbligazioni in euro e i titoli di Stato sono ulteriormente diminuiti, collocandosi dal-

Tav. 35
Emissioni nette di obbligazioni di banche e imprese
in Italia e nell'area dell'euro (1)
(milioni di euro)

VOCI	2002	2003	2004
Italia			
Banche	33.239	32.036	43.044
Altre imprese finanziarie	25.232	25.838	22.590
Imprese non finanziarie	6.628	-889	10.101
Totale ...	65.099	56.985	75.735
Area dell'euro			
Banche	115.095	185.310	267.418
Altre imprese finanziarie	111.316	123.522	86.076
Imprese non finanziarie	29.679	49.770	16.833
Totale ...	256.090	358.602	370.327

Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Obbligazioni con durata all'emissione superiore all'anno, emesse da società residenti in Italia o nell'area e appartenenti al settore indicato. Nazionalità e settore si riferiscono alla società emittente e non alla società che la controlla. Le emissioni nette non includono gli scarti di emissione e quindi sono pari alla differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e rimborsati.

la scorsa estate su livelli molto modesti (fig. 42). Questo andamento ha interessato tutti i settori caratterizzati da rating elevati (*investment grade*), a eccezione di quello dell'automobile, in cui diverse case produttrici mostrano difficoltà. Negli ultimi mesi si è registrato un ulteriore, generalizzato calo degli spread, in particolare per le società finanziarie e nel segmento dei titoli ad alto rischio.

Il calo dei differenziali si è accompagnato a una nuova riduzione del tasso di insolvenza sul mercato obbligazionario e a un progressivo miglioramento dei giudizi sulle imprese non finanziarie formulati dalle società specializzate (fig. 43; cfr. il riquadro: *L'andamento del rischio di credito sul mercato obbligazionario internazionale*). Al diffuso calo dei rendimenti possono avere inoltre contribuito le condizioni monetarie molto espansive prevalenti nelle principali aree del mondo, che hanno indotto un aumento generalizzato della domanda di strumenti fi-

Tav. 36
Emissioni lorde di obbligazioni di società private sul mercato internazionale (1)
(numero di operazioni e milioni di euro)

VOCI	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004				2004 gen.-feb.	2005 gen.-feb.
							I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		
Italia												
Numero di operazioni	118	203	276	238	197	259	55	84	52	68	29	49
Valore delle operazioni..	44.171	50.906	75.911	53.705	54.894	77.075	15.529	29.265	15.589	16.692	9.633	13.756
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie</i> ..	26.559	14.554	26.161	14.838	16.109	16.024	3.445	9.781	647	2.150	3.335	113
Francia												
Numero di operazioni	182	248	238	243	320	424	134	120	70	100	78	73
Valore delle operazioni..	50.060	64.116	89.581	68.826	82.071	69.143	19.869	22.231	10.544	16.499	14.410	13.242
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie</i> ..	31.930	42.606	69.072	36.401	48.192	29.606	8.911	9.253	6.479	4.964	6.896	4.703
Germania												
Numero di operazioni	652	719	526	496	583	676	211	166	162	137	142	95
Valore delle operazioni..	118.597	146.394	137.211	113.888	123.332	112.316	35.439	22.158	31.932	22.787	26.837	27.719
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie</i> ..	19.553	44.284	56.577	54.303	49.076	30.858	6.939	7.775	11.051	5.093	5.312	4.822
Area dell'euro												
Numero di operazioni	1.520	1.886	1.843	1.761	2.148	2.554	741	666	538	609	450	455
Valore delle operazioni..	333.881	425.976	473.608	374.452	485.642	497.933	139.936	127.710	109.990	120.297	90.049	98.567
di cui: <i>di imprese</i>												
<i>non finanziarie</i> ..	102.738	142.670	184.098	121.923	141.519	87.198	20.320	30.067	22.111	14.701	16.518	11.150

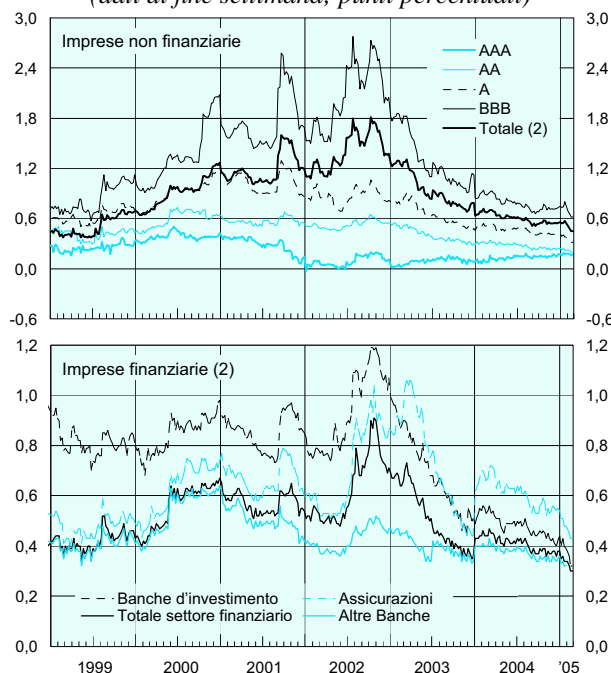
Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

(1) Obbligazioni a medio e a lungo termine, valutate al valore nominale, emesse sull'euromercato da prenditori del settore privato facenti parte di un gruppo societario residente nel paese o nell'area indicati; sono inclusi i *private placements* e le emissioni collocate contemporaneamente sull'euromercato e sul mercato interno statunitense. Le imprese non finanziarie sono individuate sulla base del settore di appartenenza della società che le controlla.

nanziari, in particolare di quelli caratterizzati da tassi nominali più elevati.

Fig. 42

Differenziali di rendimento tra obbligazioni in euro di imprese e titoli di Stato (1)
(dati di fine settimana; punti percentuali)



Fonte: Merrill Lynch.

(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a Baa3 o BBB-. I differenziali sono calcolati con riferimento ai titoli di Stato francesi e tedeschi. - (2) Sono incluse le sole obbligazioni con rating non inferiore a Baa3 o BBB-.

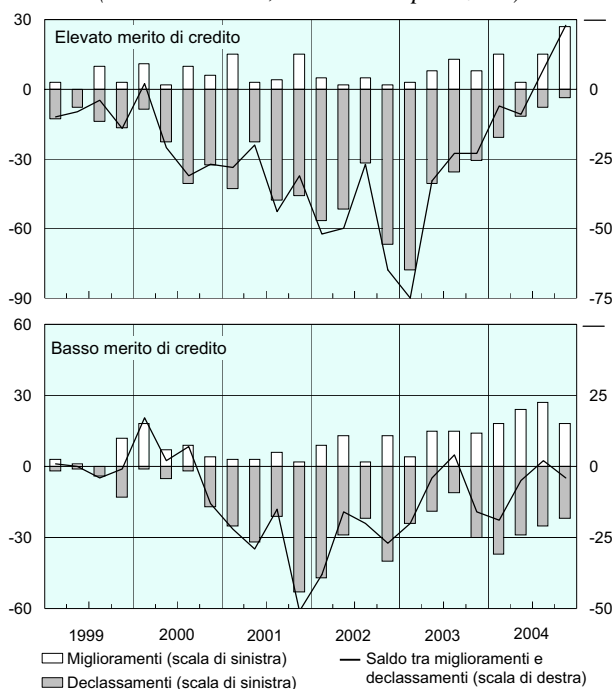
I differenziali di rendimento delle obbligazioni di società italiane sono rimasti in linea con quelli dei titoli di durata e merito di credito paragonabili, sia sul mercato secondario sia per le nuove emissioni.

I mercati azionari

L'andamento dei corsi. - Negli ultimi mesi del 2004 e nei primi del 2005 è proseguita la tendenza al rialzo degli indici di borsa avviatasi la scorsa estate (fig. 44). Tra la metà di agosto e i primi di marzo l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area, è cresciuto del 22 per cento; nello stesso periodo l'indice statunitense Standard and Poor's è salito del 15 per cento.

Fig. 43

Revisioni del merito di credito di imprese non finanziarie dell'area dell'euro (1)
(dati trimestrali; numero di operazioni)



Fonte: elaborazioni Bloomberg su dati Moody's.

(1) Sono considerate le revisioni relative a tutte le tipologie di rating del debito a lungo termine effettuate dall'agenzia Moody's. Sono inclusi gli annunci di revisione. I declassamenti includono i casi di ritiro del rating da parte dell'agenzia. Le imprese con elevato (basso) merito di credito sono quelle a cui è attribuito, prima della revisione, un rating superiore o uguale (inferiore) a Baa3.

Il rialzo dei corsi è stato favorito dalla ulteriore flessione dei tassi di interesse reali a lungo termine in euro; presumibilmente riflette anche una riduzione del grado di avversione al rischio, come emerge dagli indicatori basati sui prezzi delle opzioni, nonché la bassa volatilità implicita degli indici di borsa (fig. 45; cfr. il riquadro: *La variabilità dei tassi d'interesse e dei corsi azionari*, in *Bollettino Economico*, n. 43, 2004). L'andamento delle aspettative sugli utili delle società quotate dell'area dell'euro avrebbe invece avuto un effetto limitato; secondo i dati rilevati dalla società IBES, i profitti attesi per il 2005 non avrebbero registrato variazioni significative, mentre quelli a più lungo termine sarebbero stati rivisti ulteriormente al ribasso. Alla fine di febbraio il rapporto utili/capitalizzazione nei principali mercati dell'area si collocava tra il 6 e l'8 per cento (fig. 46).

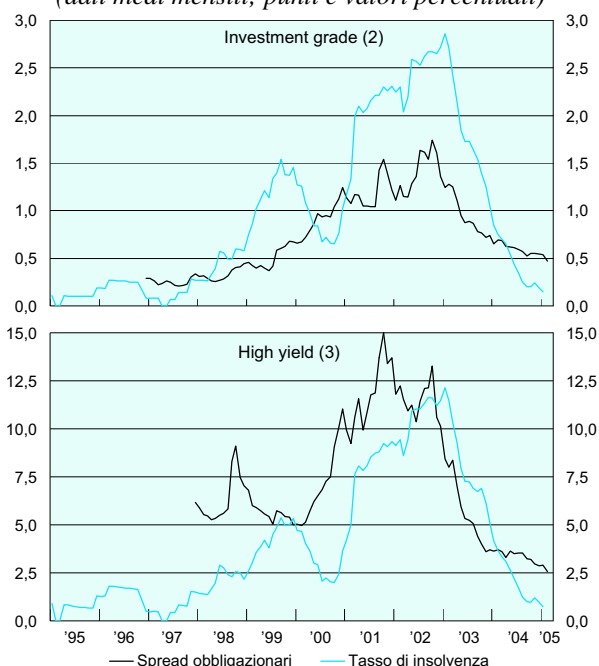
L'andamento del rischio di credito sul mercato obbligazionario internazionale

Nell'area dell'euro le condizioni di finanziamento per gli emittenti sul mercato obbligazionario sono attualmente molto favorevoli. Tra la fine del 2002 e quella del 2004 i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni in euro emesse sull'euromercato da società non finanziarie e quelli dei titoli di Stato si sono ridotti considerevolmente; in particolare, gli spread dei titoli high yield hanno raggiunto i valori più bassi dalla metà degli anni novanta, quando questo comparto del mercato ha iniziato a svilupparsi (cfr. figura). L'attuale livello dei differenziali trova in parte spiegazione nell'andamento delle variabili fondamentali dell'economia a cui tradizionalmente risulta collegato; ha tuttavia suscitato timori di una possibile sottovalutazione del rischio di credito da parte degli investitori.

La riduzione dei differenziali è ascrivibile innanzitutto al rafforzamento delle condizioni reddituali e patrimoniali degli emittenti; ciò si è riflesso in un sensibile miglioramento delle valutazioni del merito di credito espresse dalle società specializzate (fig. 43 del testo) e in un ampio calo del tasso di insolvenza rispetto ai massimi raggiunti all'inizio del 2003. La riduzione dei differenziali è stata inoltre favorita dalla contrazione delle emissioni nette delle imprese, in una fase di debole espansione della spesa per investimenti e di un ampio ricorso all'autofinanziamento.

Il calo degli spread avrebbe riflesso anche un aumento della domanda di attività che offrono rendimenti nominali più elevati, a cui corrispondono maggiori rischi. Ciò sarebbe stato determinato sia dall'ampia di-

Differenziali di rendimento tra obbligazioni in euro e titoli di Stato e tassi di insolvenza (1)
(dati medi mensili; punti e valori percentuali)



Fonte: Merrill Lynch e Moody's.

(1) I differenziali di rendimento si riferiscono a obbligazioni a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno emesse sull'euromercato. I tassi di insolvenza sono pari al rapporto tra il numero delle società dichiarate insolventi nei 12 mesi precedenti e il totale degli emittenti; non includono le società residenti negli Stati Uniti. - (2) Il differenziale di rendimento è relativo alle sole società non finanziarie. Il tasso di insolvenza si riferisce all'insieme dei titoli *investment grade* e *high yield*. - (3) Il differenziale di rendimento è relativo all'insieme delle società finanziarie e non finanziarie.

sponibilità di liquidità a livello internazionale sia dal calo della variabilità dei corsi obbligazionari, che hanno favorito le operazioni di carry-trade (acquisto di titoli

Dalla metà di agosto gli incrementi più marcati dei corsi si sono avuti nei settori delle telecomunicazioni, delle banche, dei media e dell'elettricità. Aumenti più contenuti o flessioni sono stati registrati dai titoli delle compagnie farmaceutiche e automobilistiche.

In Italia dallo scorso agosto ai primi di marzo i titoli azionari si sono apprezzati del 24 per cento, una crescita in linea con quella registrata in Spagna (27 per cento), superiore a quella dei mercati tedesco e francese (21 e 18 per cento, rispettivamente). Nella borsa italiana, particolarmente elevati sono stati i rial-

finanziato con l'indebitamento a breve termine; cfr. anche il riquadro: La bassa variabilità dei tassi di interesse e dei corsi azionari, in Bollettino Economico, n. 43, 2004). Avrebbe inoltre influito, nell'ultimo biennio, la diminuzione dell'avversione al rischio degli investitori (fig. 45 del testo).

Un fattore di natura strutturale che può aver contribuito negli ultimi anni a ridurre gli spread è rappresentato dal forte sviluppo di strumenti innovativi per il trasferimento del rischio di credito, quali i credit default swaps (CDS) e i collateralized debt obligations (CDO) (1). Questi strumenti consentono agli investitori di diversificare meglio il rischio di credito implicito nei loro portafogli (riducendo in tal modo i premi richiesti per la detenzione di obbligazioni (2)), e aumentano la domanda di titoli da parte degli operatori specializzati, incidendo per questa via anche sui premi di liquidità.

Per le obbligazioni con elevato merito di credito (investment grade) il livello attuale dei differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato non sembra essere particolarmente contenuto. Lo scorso febbraio esso si collocava attorno a 0,5 punti percentuali, un valore in linea con quelli prevalenti alla fine degli anni novanta, quando l'incidenza dei default sull'euromercato era superiore all'attuale.

Per i titoli high yield, invece, il livello dei differenziali di rendimento ha continuato a flettere fino allo scorso febbraio, portandosi a circa 2,5 punti percentuali, un livello molto più basso di quello prevalente alla fine degli anni novanta (pari in media a 6,0 punti per-

centuali nel biennio 1998-99). Il problema di una possibile sottovalutazione del rischio di credito dei titoli high yield appare rilevante se si tiene conto del fatto che nell'area dell'euro questo comparto ha registrato negli ultimi anni la sua prima, forte espansione (le emissioni nette delle società non finanziarie sono più che triplicate nel biennio 2003-04 rispetto a quello precedente); l'esperienza del mercato statunitense mostra che a un aumento della proporzione di titoli emessi dalle società più rischiose tende a seguire un incremento dell'incidenza dei default sul mercato obbligazionario. Ciò potrebbe comportare perdite significative per quegli operatori che non avessero saputo diversificare adeguatamente i propri investimenti.

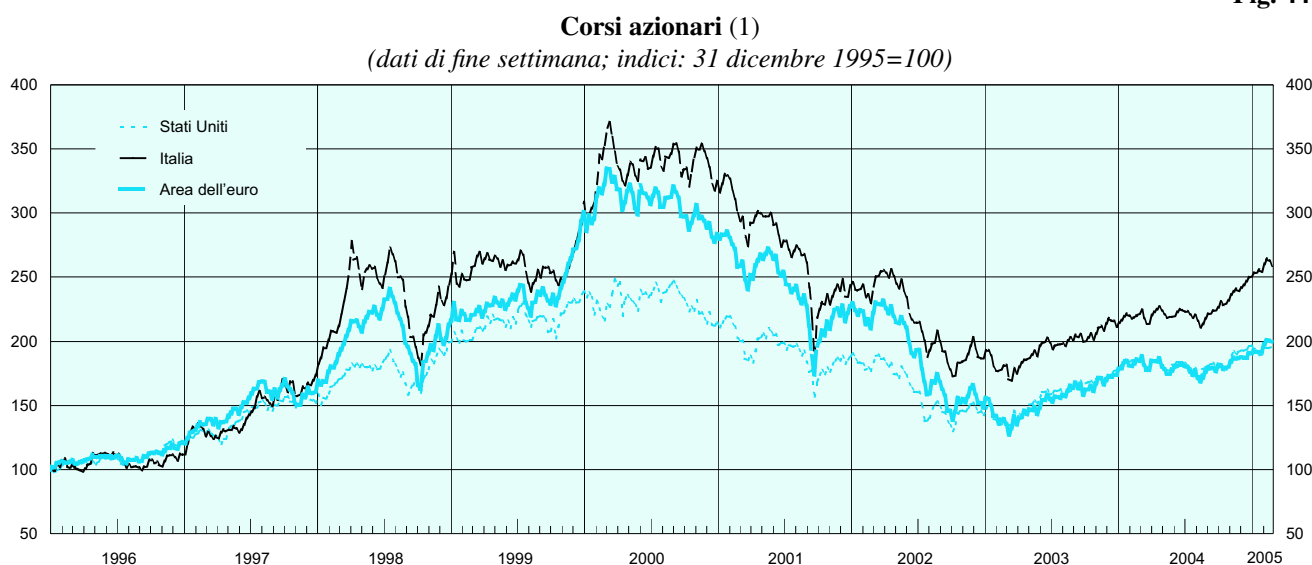
(1) I CDS sono strumenti che danno all'acquirente il diritto a ricevere dal venditore un compenso legato al valore nominale di un titolo emesso da una determinata società, qualora quest'ultima risulti insolvente. I CDO sono obbligazioni garantite da un portafoglio di prestiti o di titoli di debito; un esempio è rappresentato dagli arbitrage CDO, i cui emittenti acquistano titoli a rendimento elevato finanziandosi attraverso l'emissione di obbligazioni che, essendo garantite da un paniere diversificato e complessivamente meno rischioso dei singoli titoli componenti, hanno un rendimento inferiore.

(2) Secondo analisi recenti, gli spread sarebbero stati in passato più alti di quanto necessario a coprire il valore atteso delle perdite a causa della difficoltà di detenere portafogli obbligazionari sufficientemente ampi per diversificare il rischio di insolvenza delle singole imprese emittenti (cfr. J. D. Amato e E. M. Remolona, L'enigma degli spread creditizi, in Rassegna trimestrale BRI, dicembre 2003).

zi nei comparti dei media e telefonico (dell'ordine del 30 per cento). Quest'ultimo ha beneficiato di un'operazione di riassetto societario della principale compagnia del settore. Anche la crescita delle quotazioni dei comparti assicurativo ed elettrico è risultata superiore a quella media dei corrispondenti settori dell'area.

Dalla fine di gennaio per il Nuovo Mercato la borsa italiana calcola soltanto il nuovo indice TechSTAR, che include azioni di imprese che rispettano precisi requisiti reddituali e patrimoniali; dalla stessa data i panieri degli indici MIB e MIBTEL sono stati allargati alle azioni del Nuovo Mercato.

Fig. 44



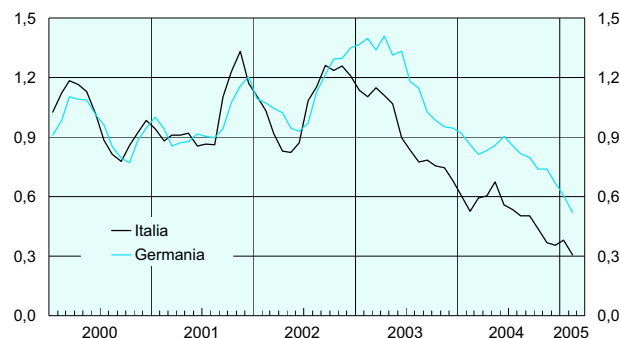
Fonte: Bloomberg.
(1) Indice: Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti.

Le società quotate. – Nell'ultimo trimestre del 2004 nell'area dell'euro è proseguita la modesta ripresa delle operazioni di quotazione in borsa. Complessivamente, nel 2004 hanno fatto ingresso in borsa 72 società, contro 181 in media all'anno tra il 1995 e il 2003.

deniti, con una capitalizzazione pari al 43 per cento del PIL. L'analoga proporzione era pari al 40 per cento in Germania, al 72 nei quattro paesi del circuito Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), al 127 nel Regno Unito e al 139 negli Stati Uniti.

Fig. 45

Indicatori di avversione al rischio (1)
(dati mensili; media mobile dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento)

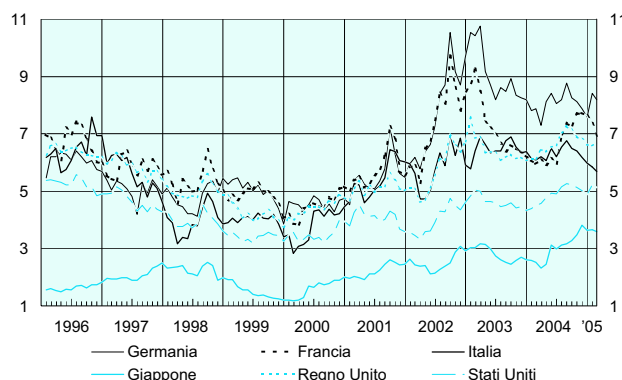


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Banca d'Italia.
(1) L'indicatore di avversione al rischio è ottenuto confrontando la distribuzione dei rendimenti degli indici azionari desunta dai prezzi delle opzioni con la corrispondente distribuzione storica. Una diminuzione dell'indicatore segnala una maggiore propensione degli operatori ad assumere rischi connessi con investimenti in azioni.

In Italia hanno fatto ingresso in borsa 7 società, contro una media di 17 tra il 1995 e il 2003. Alla fine del 2004, presso la borsa erano quotate 269 società resi-

Fig. 46

Rapporto tra utili correnti e capitalizzazione nelle principali borse
(dati mensili; valori e punti percentuali)



Fonte: Thomson Financial, Banca d'Italia e Consensus Forecasts.

I fondi comuni

Nell'area dell'euro, in base a dati relativi a otto paesi, nel terzo trimestre del 2004 si è avu-

Tav. 37

**Patrimonio netto e raccolta dei fondi comuni
controllati da intermediari italiani (1)**
(milioni di euro)

FONDI	2003	2004
Patrimonio netto (consistenze di fine periodo)		
Di diritto italiano	378.781	358.292
Di diritto estero (2)	118.609	138.632
Totale	497.390	496.924
Raccolta netta (flussi)		
Di diritto italiano	6.628	-30.632
Di diritto estero	15.581	13.946
Totale	22.209	-16.686
Raccolta lorda (flussi)		
Di diritto italiano	212.644	156.552
Di diritto estero	91.378	161.670
Totale	304.022	318.222

Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni.

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni armonizzati. I valori relativi all'anno 2004 sono provvisori. – (2) Controvalore delle quote sottoscritte da investitori Italiani.

ta una forte contrazione della raccolta netta dei fondi comuni (scesa a 12,5 miliardi, dai 24,4 del trimestre precedente), in particolare nel comparto azionario.

In Italia nel complesso del 2004 si sono avuti rimborsi netti di quote per 16,7 miliardi (tav. 37). Il deflusso netto di risparmio nella seconda metà dell'anno (7,1 miliardi) ha interessato tutti i comparti con l'eccezione dei fondi obbligazionari.

Anche nella seconda metà del 2004 il rendimento medio dei fondi comuni di diritto italiano è stato positivo ma contenuto (1,3 per cento). I fondi di liquidità hanno reso lo 0,7 per cento; quelli delle altre tipologie hanno conseguito risultati compresi tra l'1,5 e l'1,8 per cento. I rendimenti dei fondi specializzati in investimenti denominati in valute estere, concentrati nel comparto azionario, hanno risentito negativamente del forte apprezzamento dell'euro.

Alla fine del 2004 il patrimonio netto dei fondi comuni armonizzati gestiti da intermediari italiani ammontava a 497 miliardi di euro, invariato rispetto a un anno prima.