

## LA POLITICA MONETARIA, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI FINANZIARI

### Il quadro d'insieme

Nell'area dell'euro l'aumento delle quotazioni del petrolio registrato durante l'estate ha suscitato nuova incertezza sulle prospettive di crescita e determinato un rialzo dei prezzi al consumo. Le aspettative di inflazione a lungo termine sono tuttavia rimaste prossime al 2 per cento; la dinamica del costo del lavoro si è mantenuta moderata. In ottobre si sono rafforzati i segnali di miglioramento del quadro congiunturale.

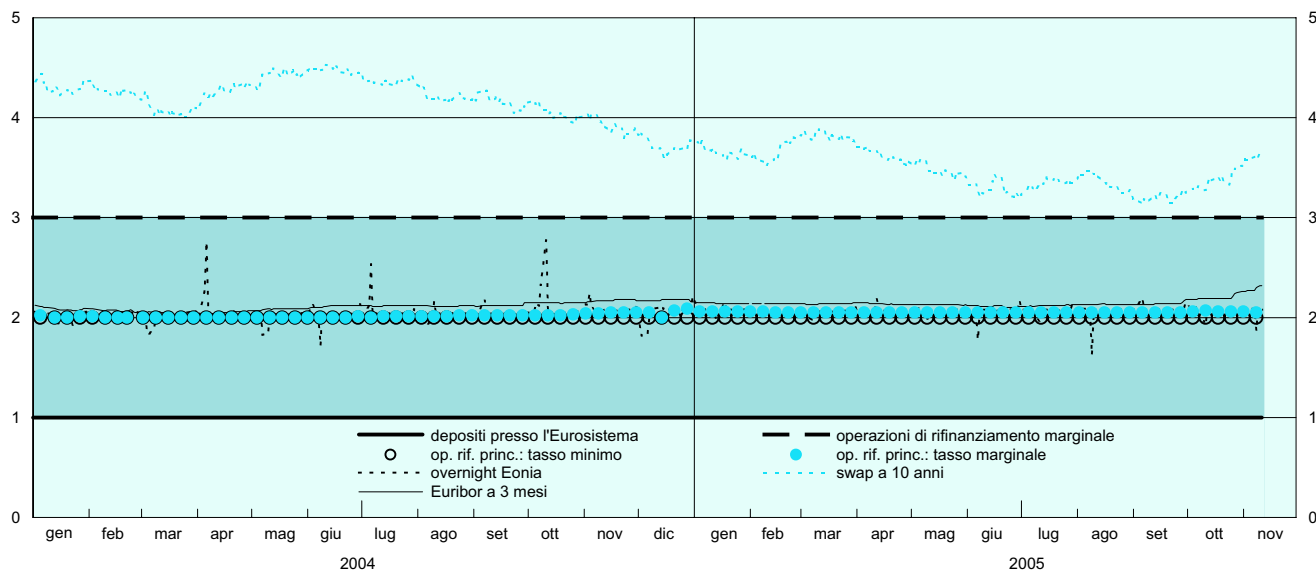
Il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto invariato il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (fig. 35). I rendimenti a breve termine, calcolati al netto dell'inflazione, sono rimasti pressoché nulli sia in Italia sia nell'area dell'euro. Secondo le aspettative degli operatori, la politica monetaria dovrebbe divenire meno accomodante nella prima metà del 2006.

I rendimenti nominali dei titoli a lungo termine nell'area dell'euro si sono ulteriormente ridotti durante l'estate, toccando livelli assai bassi anche in un confronto di lungo periodo; in ottobre sono tornati a crescere, in presenza di indicazioni più favorevoli sulle prospettive congiunturali e di timori di un aumento delle pressioni inflazionistiche. I corsi azionari sono saliti dalla primavera sia nell'area dell'euro sia in Italia, riflettendo il miglioramento degli utili correnti delle società quotate e l'ulteriore calo dei tassi d'interesse reali.

Il differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato decennali italiani e tedeschi tra la fine di marzo e l'inizio di giugno si è ampliato fino a toccare i 22 centesimi; successivamente si è lievemente ridotto, portandosi a 20 centesimi all'inizio di novembre. Sono aumentati in misura significativa gli acquisti di titoli di Stato italiani da parte di investitori esteri; questi hanno sottoscritto la maggior parte della

Fig. 35

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



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

nuova emissione di BTP trentennali effettuata lo scorso ottobre.

In Italia le condizioni di offerta di finanziamenti sono rimaste favorevoli. La domanda di prestiti bancari si è concentrata presso le società di servizi, le imprese di costruzioni e le famiglie. È tornato a crescere, anche se a ritmi contenuti, il credito alle imprese manifatturiere, soprattutto nei comparti dove l'attività produttiva è stata più vivace. La qualità del credito ha risentito in misura limitata della debolezza dell'economia. Nel primo semestre del 2005 la redditività bancaria è aumentata.

Nei primi otto mesi dell'anno l'ammontare delle emissioni di obbligazioni effettuate da banche e società finanziarie italiane è stato molto elevato. Nell'area dell'euro il differenziale tra il rendimento dei titoli con basso merito di credito (*high yield*) e quello dei titoli pubblici, benché ancora molto basso, è risalito al di sopra dei valori prevalenti all'inizio dell'anno.

Nel primo semestre del 2005 la redditività operativa delle imprese si è lievemente ridotta; il grado di indebitamento è diminuito, riflettendo la rivalutazione dei fondi patrimoniali dovuta al rialzo dei corsi azionari. Il debito delle famiglie è in forte crescita, ma la sua incidenza sul reddito disponibile resta bassa nel confronto internazionale.

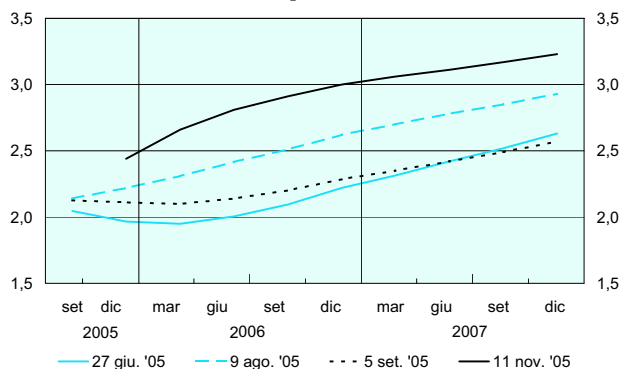
### I tassi di interesse e il cambio

Nel 2005 i tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro si sono mantenuti su livelli contenuti. All'inizio dell'estate i segnali di miglioramento della congiuntura e del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese avevano determinato un progressivo rialzo della struttura a termine, che nella prima decade di agosto segnalava attese di un aumento dei tassi ufficiali entro i primi mesi del 2006 (fig. 36). Nelle settimane successive il forte rincaro del greggio ha destato preoccupazioni per la crescita nell'area; in ottobre, la curva dei rendimenti a breve termine è tornata a spostarsi verso l'alto, in connessione con le tensioni sull'inflazione corrente e le indicazioni di miglioramento della congiuntura. All'inizio di novembre l'avvio della fase di rialzo dei tassi a breve

termine veniva situato, nelle attese degli operatori, all'inizio del 2006.

Fig. 36

Tassi dei future sull'Euribor a tre mesi (1)  
(valori percentuali)



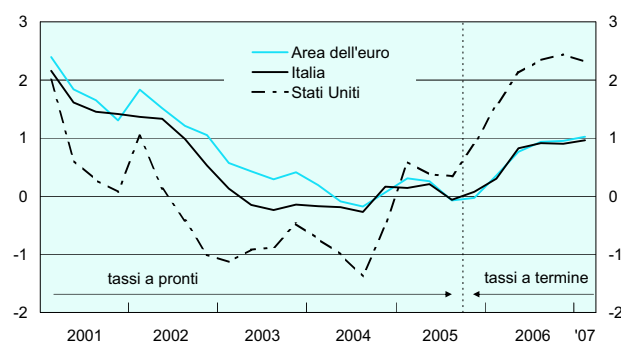
Fonte: Reuters.

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

I rendimenti reali a breve termine in euro, calcolati sulla base delle aspettative di inflazione ricavate dai sondaggi, si sono mantenuti sostanzialmente nulli nel corso del 2005 (fig. 37), divenendo lievemente negativi nel terzo trimestre sia nell'area dell'euro sia in Italia (-0,1 in settembre). Nelle aspettative degli operatori i rendimenti reali rimarrebbero invariati nell'ultima parte dell'anno, per poi tornare su valori positivi nel corso del 2006.

Fig. 37

Tassi d'interesse reali a tre mesi  
a pronti e a termine (1)  
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Economics.

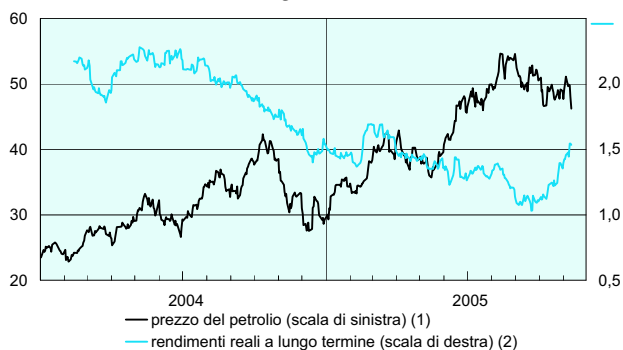
(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi sugli eurodepositi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da dicembre 2005 tassi nominali impliciti nei contratti future rilevati nel mese di ottobre), deflazionati con le aspettative di inflazione per il trimestre successivo rilevate presso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

Nei primi nove mesi del 2005 i rendimenti nominali a lungo termine nell'area dell'euro si sono ridotti in misura significativa. I tassi decennali impliciti negli swap di interesse in euro sono diminuiti di 0,6 punti percentuali, al 3,1 per cento, il livello minimo dall'avvio della terza fase della UEM. Il tasso è risalito in ottobre e all'inizio di novembre portandosi al 3,6 per cento, in seguito al miglioramento delle prospettive di crescita.

Fino a settembre, i rendimenti a lungo termine hanno registrato una flessione anche in termini reali; questa è stata in gran parte recuperata nei mesi autunnali. Il tasso di interesse reale implicito nelle quotazioni dei titoli di Stato decennali indicizzati ai prezzi al consumo dell'area era pari a metà novembre all'1,5 per cento (fig. 38). La riduzione osservata nei mesi estivi ha riflesso l'impatto dell'aumento del prezzo del petrolio sulle prospettive di crescita.

Fig. 38

**Tassi d'interesse reali a lungo termine in Italia e prezzo del petrolio**  
(dati giornalieri)



Fonte: Reuters e Banca d'Italia.

(1) Euro per barile; qualità "Brent". - (2) Rendimento percentuale dei titoli di Stato decennali indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro, emessi dall'Italia, con scadenza 2014.

La diminuzione dei tassi a lungo termine nell'area è stata più ampia che negli altri principali paesi. Il differenziale tra i rendimenti in dollari e in euro si è ampliato di 0,5 punti percentuali dall'inizio del 2005, portandosi a 1,4 punti a metà novembre. Ciò ha riflesso soprattutto le meno favorevoli prospettive di crescita nell'area rispetto agli Stati Uniti.

A livello internazionale, la flessione dei rendimenti registrata negli ultimi anni ha risentito dell'aumento della domanda di titoli a lungo termine a bas-

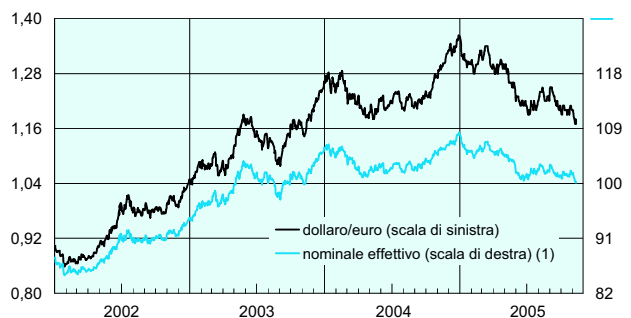
so rischio, registrato in seguito al forte calo dei corsi azionari del 2000. Vi ha contribuito la stabilizzazione della dinamica dei prezzi al consumo, realizzata e attesa, che ha favorito la riduzione dei premi per il rischio di inflazione.

Nel secondo trimestre del 2005 l'ampliamento del differenziale d'interesse a lungo termine con i rendimenti in dollari ha contribuito a indebolire il cambio dell'euro (fig. 39).

Dall'estate l'euro ha registrato fluttuazioni contenute, per poi tornare a deprezzarsi rispetto al dollaro dalla metà di ottobre. Nel complesso, dall'inizio dell'anno alla metà di novembre la valuta dell'area si è deprezzata del 7,4 per cento in termini effettivi nominali, in conseguenza di una perdita di valore nei confronti sia del dollaro (14,1 per cento) sia, in minor misura, delle altre principali valute.

Fig. 39

**Tasso di cambio dollaro/euro e cambio nominale effettivo dell'euro**  
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

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

**La moneta e il credito**

Nel 2005 la moneta M3 dell'area dell'euro ha continuato ad accelerare, soprattutto nelle componenti più liquide, fino all'8,5 per cento nei dodici mesi terminanti in settembre (fig. 40); i depositi in conto corrente sono cresciuti del 10,4 per cento (7,6 in dicembre del 2004). La domanda di strumenti monetari è stata favorita dalla progressiva riduzione del differenziale tra i tassi di interesse a lungo e a breve termine.

### La distribuzione settoriale della moneta nell'area dell'euro e in Italia

Negli ultimi anni nell'area dell'euro la crescita della moneta è stata elevata. Tra l'avvio della terza fase della UEM e la metà del 2005, il rapporto tra l'aggregato monetario M3 e il PIL è aumentato di 14 punti percentuali, portandosi all'89 per cento circa; una accelerazione ha avuto luogo soprattutto negli anni più recenti (cfr. tavola).

Le conseguenze della forte crescita delle scorte monetarie sull'andamento dell'economia sono legate, in primo luogo, alla sua distribuzione tra i principali set-

tori istituzionali. Un incremento della moneta concentrato presso le famiglie e motivato da fattori transattivi potrebbe preludere a un aumento delle pressioni inflazionistiche. I rischi in tal senso sarebbero, invece, meno rilevanti se l'accumulo di mezzi monetari riflettesse una modifica delle scelte di portafoglio degli operatori o degli intermediari finanziari, soprattutto se di carattere permanente.

La tavola presenta una scomposizione del rapporto M3/PIL nell'area dell'euro tra i diversi settori (1): le

**Rapporto tra M3 e PIL e scomposizione per settore detentore (1)**  
(valori percentuali)

Periodi	M3/PIL	Settori				Altre voci (3)	
		Famiglie		Imprese non finanziarie	Intermediari finanziari non bancari (2)		Altre amministrazioni pubbliche
		di cui: quote di fondi comuni monetari					
<i>Area dell'euro</i>							
1998 .....	74,3	47,6	3,8	11,4	3,0	2,5	9,9
2003 .....	84,4	52,2	7,9	13,4	7,8	1,9	9,0
2004 .....	86,3	52,1	7,9	13,7	7,7	1,9	10,1
2005 I sem. ....	88,8	52,2	8,1	13,8	10,0	2,0	10,8
Variazione 1998-2005 .....	14,4	4,6	4,3	2,4	7,0	-0,5	0,9
<i>Italia</i>							
1998 .....	65,6	45,3	0,4	7,2	4,8	1,3	7,0
2003 .....	77,4	54,7	8,1	9,1	5,4	1,9	6,2
2004 .....	78,9	55,1	7,3	10,2	5,0	2,0	6,6
2005 I sem. ....	81,3	55,9	6,8	10,8	5,3	2,1	7,0
Variazione 1998-2005 .....	15,7	10,6	6,4	3,6	0,6	0,8	0,0

Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Comprende i settori "Società di assicurazione e fondi pensione" e "Altri intermediari finanziari". – (3) Circolante, obbligazioni con scadenza inferiore a 2 anni ed eventuali discrepanze.

In rapporto al prodotto la quantità di moneta nell'area ha raggiunto livelli molto elevati. Solo parte dell'aumento è riconducibile alla domanda di scorte liquide delle famiglie più direttamente collegabile a motivazioni transattive (cfr. il riquadro: *La distribuzione settoriale della moneta nell'area dell'euro e in Italia*).

L'espansione del circolante, sebbene diminuita nel corso dell'anno, è rimasta sostenuta (15,3

per cento nei dodici mesi terminanti in settembre). L'aumento delle banconote in circolazione presumibilmente dipende da un crescente utilizzo dell'euro come riserva di valore al di fuori dei confini dell'area, piuttosto che dall'accumulazione di scorte liquide per fini transattivi di residenti. Nel biennio 2003-04 circa metà della crescita del circolante è attribuibile alle banconote di taglio più elevato (quelle da 500 euro); il contributo dei tagli più piccoli (da 5, 10 e 20 euro) è stato invece nullo.

famiglie, le imprese non finanziarie, le amministrazioni locali e gli intermediari finanziari non bancari (questi ultimi includono le società di assicurazione, i fondi pensione e altri intermediari finanziari, tra cui rientrano i fondi comuni di investimento). L'individuazione del settore detentore non è possibile per alcune componenti (in particolare il circolante e le obbligazioni bancarie a breve termine), che sono incluse in "altre voci" e rappresentano, attualmente, circa il 9 per cento del totale della M3.

Nell'area dell'euro le famiglie detengono la maggior parte delle consistenze della moneta (circa il 60 per cento). Tra il 1998 e il 2005 il contributo di questo settore alla crescita del rapporto tra M3 e PIL è stato limitato, pari a 4,6 punti percentuali, circa un terzo dell'aumento complessivo. L'incremento della liquidità delle famiglie è consistito, fondamentalmente, in una maggiore detenzione di quote di fondi monetari che, rispetto alle altre componenti di M3, sono presumibilmente meno legate al movente transattivo e più utilizzate come forme di investimento finanziario.

La domanda di liquidità delle imprese è aumentata in misura significativa nel periodo in esame. Il contributo più rilevante alla crescita è venuto dagli intermediari finanziari non bancari. Sebbene le società di assicurazione, i fondi pensione e gli "altri intermediari finanziari" detenessero nel 1998 una quota trascurabile dello stock complessivo di moneta, il loro apporto alla crescita complessiva del rapporto M3/PIL è stato pari a 7 punti percentuali, circa la metà del totale.

Il notevole aumento dei depositi detenuti dagli intermediari finanziari non bancari, specialmente dai fondi comuni di investimento, è dovuto soprattutto alla crescita delle attività complessive di questi operatori,

Il credito al settore privato nell'area ha continuato a beneficiare del basso livello dei tassi d'interesse. La crescita dei prestiti è salita all'8,6 per cento in settembre, dal 7,2 della fine del 2004.

La dinamica degli aggregati monetari e creditizi è stata sostenuta anche in Italia. La componente italiana di M3, calcolata al netto del circolante, è cresciuta del 5,8 per cento nei dodici mesi terminanti in settembre. L'espansione del credito complessivo al settore privato, che include i prestiti bancari, i finan-

piuttosto che a un loro maggior grado di liquidità. Il rapporto tra i depositi e il totale delle attività complessive detenute dai fondi comuni dell'area è infatti rimasto stabile, intorno all'8 per cento, per tutto il periodo considerato; il valore del loro attivo è invece aumentato a un ritmo dell'8,4 per cento annuo (2).

La crescita monetaria è stata significativa anche in Italia; l'incremento del rapporto tra la componente italiana della M3 e il PIL è stato di circa 16 punti percentuali dal 1998. Il contributo all'aumento della liquidità complessiva proveniente dal settore delle famiglie ha rappresentato circa i due terzi del totale. Come nell'area dell'euro, la maggior parte dell'incremento è concentrato nelle quote di fondi monetari, la cui consistenza ha raggiunto quasi il 7 per cento del PIL (era trascurabile nel 1998).

La crescita delle disponibilità liquide delle imprese non finanziarie italiane è stata sostenuta (3,6 punti percentuali del prodotto). A differenza del resto dell'area, il contributo degli "intermediari finanziari non bancari" italiani all'aumento della moneta è stato pressoché nullo (0,6 punti percentuali). Questo andamento è in larga parte riconducibile al calo del patrimonio netto dei fondi comuni d'investimento italiani a partire dal 2000 (cfr. il capitolo: Gli investitori istituzionali nella sezione D della Relazione sull'anno 2004).

(1) La tavola è basata sulle informazioni pubblicate nell'appendice statistica al Bollettino mensile della BCE, ottobre 2005 (tav. 2.5). Si è ipotizzato che le quote di fondi comuni monetari siano interamente detenute dalle famiglie.

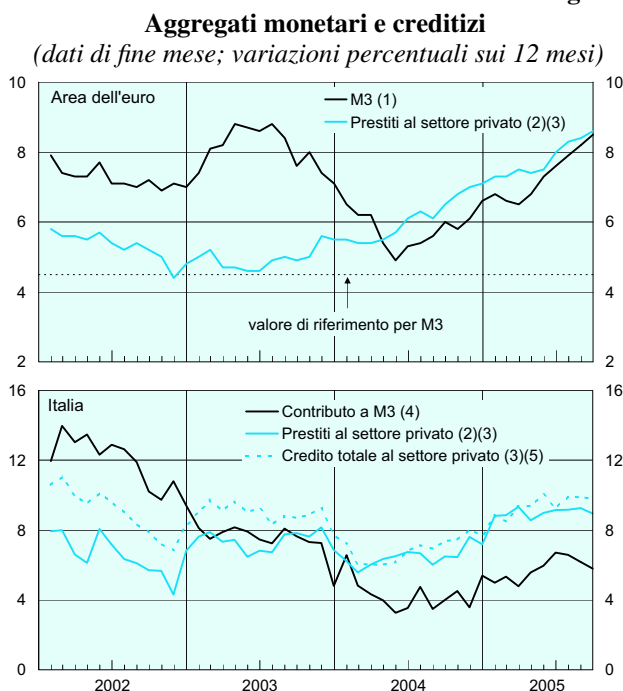
(2) Cfr. BCE, Bollettino mensile, ottobre 2005, tav. 2.9.

ziamenti dall'estero e le emissioni obbligazionarie sull'interno, ha raggiunto il 9,8 per cento in settembre, dal 7,7 nel dicembre del 2004 (tav. 25).

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

*Le famiglie.* – Nei primi sei mesi del 2005 il risparmio finanziario delle famiglie (la differenza tra

Fig. 40



(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 è costituito da 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) Prestiti erogati dalle IFM, obbligazioni e finanziamenti dall'estero.

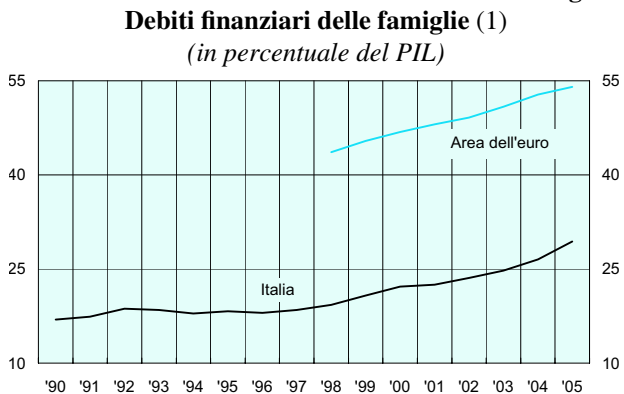
la variazione delle attività e quella delle passività finanziarie) è ammontato a 75 miliardi (tav. 26), in crescita rispetto ai 54 miliardi dello stesso periodo dell'anno precedente.

Dal lato delle attività, nel confronto con il primo semestre del 2004, le famiglie hanno accresciuto gli acquisti netti di azioni e hanno ripreso a sottoscrivere quote di fondi comuni esteri; sono inoltre aumentati gli investimenti in titoli a medio e a lungo termine, in particolare quelli emessi da imprese e da banche, mentre sono diminuiti i titoli a breve termine. Il valore delle attività finanziarie in possesso delle famiglie si è attestato a 3.400 miliardi, pari a circa 2,4 volte il PIL. Nell'area dell'euro le attività finanziarie delle famiglie sono pari a circa due volte il prodotto.

È proseguita l'espansione dell'indebitamento, soprattutto nella componente costituita dai mutui ipotecari. Nel primo semestre i debiti finanziari delle famiglie italiane sono saliti al 29 per cento del PIL dal 27 del corrispondente periodo del 2004 (fig. 41).

In Italia nel 2004 i debiti finanziari delle famiglie erano pari al 40 per cento del reddito disponibile a fronte del 60 in Francia, del 100 in Germania e in Spagna, del 120 negli Stati Uniti e del 140 nel Regno Unito.

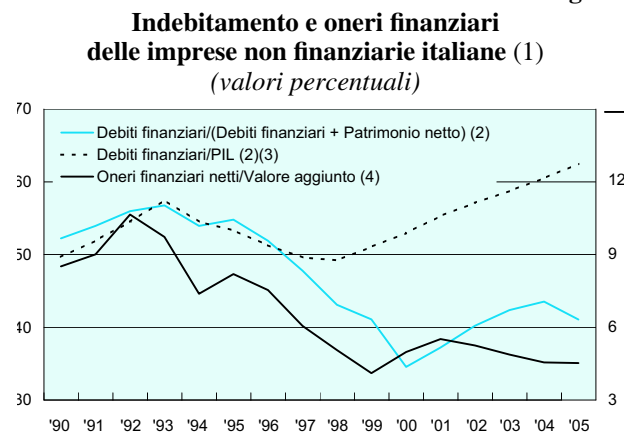
Fig. 41



(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 giugno di ogni anno. Il PIL è riferito all'intero anno (dato stimato per il 2005).

**Le imprese.** - Secondo stime basate sui dati di contabilità nazionale, nei primi sei mesi del 2005 la redditività operativa delle imprese, misurata dal rapporto tra il margine operativo lordo e il valore aggiunto, è leggermente diminuita rispetto allo stesso periodo del 2004. Gli oneri finanziari sono rimasti stabili al 4,5 per cento del valore aggiunto (fig. 42).

Fig. 42



(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 giugno di ogni anno. - (3) Il PIL è riferito all'intero anno (dato stimato per il 2005). - (4) Scala di destra. Oneri finanziari netti e valore aggiunto si riferiscono all'intero anno; il dato del 2005 si riferisce al primo semestre. Gli oneri finanziari netti sono stimati dalla Banca d'Italia. Il valore aggiunto del 2005 è stimato sulla base delle informazioni trimestrali di contabilità nazionale.

Tav. 25

**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	40,9	8,9
2003 – dic. ....	5,2	7,7	6,9	45,5	2,7
2004 – giu. ....	5,2	6,8	6,7	30,7	0,7
lug. ....	5,3	7,1	6,7	24,2	4,2
ago. ....	5,2	6,9	6,0	25,0	5,6
set. ....	5,3	7,4	6,5	25,8	5,8
ott. ....	4,8	7,4	6,4	26,1	6,3
nov. ....	5,1	8,0	7,6	21,3	5,5
dic. ....	5,5	7,7	7,2	16,1	7,0
2005 – gen. ....	6,0	8,8	8,8	13,1	7,4
feb. ....	5,6	8,5	8,9	16,6	4,3
mar. ....	6,1	9,4	9,3	20,9	5,8
apr. ....	6,2	9,4	8,6	29,7	6,6
mag. ....	6,7	10,0	9,0	33,2	7,3
giu. ....	6,5	9,3	9,1	23,7	4,8
lug. ....	6,7	9,9	9,2	....	....
ago. ....	....	9,9	9,2	....	....
set. ....	....	9,8	9,0	....	....
<i>Quote percentuali sulla consistenza totale</i>					
2005 – giu. ....	100,0	49,6	37,8	3,4	8,4

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. I dati di luglio, agosto e settembre 2005 relativi al credito totale e a quello effettuato 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.

In seguito alla debole dinamica dell'accumulazione del capitale, il grado di copertura degli investimenti con risorse finanziarie interne è rimasto sostanzialmente invariato, intorno al 65 per cento. Il fabbisogno finanziario è stato di 5,3 miliardi (7,8 miliardi nel 2004).

Nel primo semestre del 2005 le imprese quotate, generalmente di grandi dimensioni, hanno registrato una ripresa degli utili netti, dovuta in parte all'adozione dei nuovi principi contabili internazionali (International Accounting Standards, IAS).

L'indebitamento finanziario del settore delle imprese, sotto forma di prestiti e di titoli, nel primo semestre è aumentato di circa 2 punti percentuali del PIL, al 62,5 per cento; nella media dell'area dell'euro lo stesso rapporto era pari al 77,2 per cento alla fine del 2004. È ancora cresciuta la quota delle passività a medio e a lungo termine, che nel mese di giugno

rappresentavano il 56 per cento dei debiti finanziari complessivi. Il leverage è diminuito al 41,1 per cento, principalmente per effetto della rivalutazione del patrimonio conseguente al rialzo dei valori di borsa.

I dati diffusi da Mediobanca relativi ai bilanci di un campione di imprese di media e grande dimensione indicano che la diminuzione del leverage, calcolato sulla base del patrimonio al valore contabile, registrata nel 2004 ha riguardato quasi tutti i settori di attività economica; il calo è stato accentuato nei comparti della siderurgia e dell'elettronica caratterizzati da un migliore andamento della redditività operativa.

Nei primi sei mesi del 2005 le imprese hanno aumentato le attività finanziarie in portafoglio per un valore complessivo di circa 25 miliardi; rispetto allo stesso periodo del 2004 sono cresciuti in particolare gli acquisti netti di azioni e partecipazioni.

Tav. 26

**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.-giu. 2004	gen.-giu. 2005	giu. 2005	gen.-giu. 2004	gen.-giu. 2005	giu. 2005
<b>Attività</b>						
<b>Attività sull'interno</b> .....	<b>80.866</b>	<b>90.626</b>	<b>3.167.073</b>	<b>4.736</b>	<b>8.402</b>	<b>875.864</b>
Biglietti e depositi a vista .....	11.200	16.682	530.939	8.206	11.015	147.086
Altri depositi .....	5.413	600	308.764	654	-937	9.593
Titoli a breve termine .....	15.570	-4.433	10.922	-97	-1.180	158
Titoli a medio e a lungo termine .....	26.344	31.138	627.536	8.510	2.395	45.179
di cui: <i>pubblici</i> .....	<i>22.827</i>	<i>12.220</i>	<i>226.170</i>	<i>-362</i>	<i>-1.522</i>	<i>12.561</i>
di cui: <i>imprese</i> .....	<i>-9.147</i>	<i>1.641</i>	<i>46.025</i>	<i>8.233</i>	<i>2.714</i>	<i>18.717</i>
Quote di fondi comuni .....	-7.392	-4.808	296.330	-102	-67	4.126
Azioni e partecipazioni .....	2.418	27.102	840.659	2.441	10.534	398.240
Altre attività finanziarie (3) .....	27.313	24.345	551.923	-14.876	-13.358	271.482
di cui: <i>riserve ramo vita</i> .....	<i>20.403</i>	<i>18.189</i>	<i>328.984</i>	-	-	-
<b>Attività sull'estero</b> .....	<b>-3.297</b>	<b>10.116</b>	<b>227.759</b>	<b>13.571</b>	<b>16.585</b>	<b>302.590</b>
di cui: <i>depositi</i> .....	<i>-2.970</i>	<i>564</i>	<i>2.595</i>	<i>-661</i>	<i>-2.472</i>	<i>4.242</i>
<i>titoli a breve termine</i> .....	<i>-174</i>	<i>565</i>	<i>975</i>	<i>-156</i>	<i>162</i>	<i>1.437</i>
<i>titoli a medio e a lungo termine</i> .....	<i>-4.667</i>	<i>2.879</i>	<i>93.384</i>	<i>-155</i>	<i>914</i>	<i>17.921</i>
<i>azioni e partecipazioni</i> .....	<i>970</i>	<i>-214</i>	<i>81.172</i>	<i>1.902</i>	<i>810</i>	<i>145.214</i>
<i>quote di fondi comuni</i> .....	<i>3.544</i>	<i>6.321</i>	<i>49.633</i>	<i>233</i>	<i>217</i>	<i>9.736</i>
<i>crediti finanziari</i> .....	-	-	-	<i>8.141</i>	<i>13.842</i>	<i>62.958</i>
<b>Totale attività</b> ...	<b>77.569</b>	<b>100.742</b>	<b>3.394.832</b>	<b>18.307</b>	<b>24.987</b>	<b>1.178.454</b>
<b>Passività</b>						
<b>Passività sull'interno</b> .....	<b>23.608</b>	<b>26.141</b>	<b>439.378</b>	<b>22.976</b>	<b>46.731</b>	<b>2.249.538</b>
Debiti a breve termine (4) .....	-1.844	-204	52.981	-2.069	3.392	316.288
di cui: <i>bancari</i> .....	<i>-1.808</i>	<i>-271</i>	<i>51.257</i>	<i>-2.404</i>	<i>5.767</i>	<i>286.637</i>
Debiti a medio e a lungo termine (5) .....	24.349	25.144	355.184	24.034	19.021	428.870
di cui: <i>bancari</i> .....	<i>20.548</i>	<i>22.328</i>	<i>321.185</i>	<i>16.773</i>	<i>16.602</i>	<i>344.203</i>
Titoli .....	-	-	-	6.653	2.220	43.816
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i> .....	-	-	-	<i>5.186</i>	<i>245</i>	<i>32.482</i>
Azioni e partecipazioni .....	-	-	-	7.310	32.087	1.104.986
Altre passività finanziarie (6) .....	1.103	1.201	31.213	-12.952	-9.989	355.578
<b>Passività sull'estero</b> .....	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3.118</b>	<b>-16.421</b>	<b>254.150</b>
di cui: <i>debiti a breve termine</i> .....	-	-	-	<i>-1.105</i>	<i>-723</i>	<i>56.676</i>
<i>debiti a medio e a lungo termine</i> ....	-	-	-	<i>1.201</i>	<i>625</i>	<i>6.558</i>
<i>titoli a medio e a lungo termine</i> .....	-	-	-	<i>2.534</i>	<i>-447</i>	<i>15.789</i>
<i>azioni e partecipazioni</i> .....	-	-	-	<i>-1.610</i>	<i>-21.517</i>	<i>140.940</i>
<b>Totale passività</b> ...	<b>23.608</b>	<b>26.141</b>	<b>439.378</b>	<b>26.094</b>	<b>30.310</b>	<b>2.503.688</b>
<b>Saldo</b> ...	<b>53.961</b>	<b>74.601</b>	<b>2.955.454</b>	<b>-7.787</b>	<b>-5.323</b>	<b>-1.325.234</b>

(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.

Secondo le rilevazioni di Thomson Financial, nel primo semestre del 2005 sono state realizzate oltre 50 operazioni di fusione o di acquisizione di quote di maggioranza da parte di società non finanziarie italiane, un numero più elevato rispetto alla media degli ultimi due anni; anche il valore delle transazioni, 6,2 miliardi di euro, è stato maggiore rispetto a quello medio del biennio 2003-04 (1,4 miliardi per semestre), sebbene ancora molto contenuto nel confronto con il picco raggiunto nel biennio 1999-2000 (oltre 20 miliardi).

Tra i settori maggiormente interessati dalle operazioni di concentrazione continuano a figurare quelli dei servizi di pubblica utilità e delle telecomunicazioni, caratterizzati da ampie economie di scala. Nel primo semestre del 2005 è stata maggiore rispetto al biennio precedente l'incidenza delle transazioni con controparti estere operanti nello stesso settore; più di frequente che nel recente passato le operazioni sono state finanziate con il ricorso all'indebitamento.

**L'andamento dei prestiti delle banche**

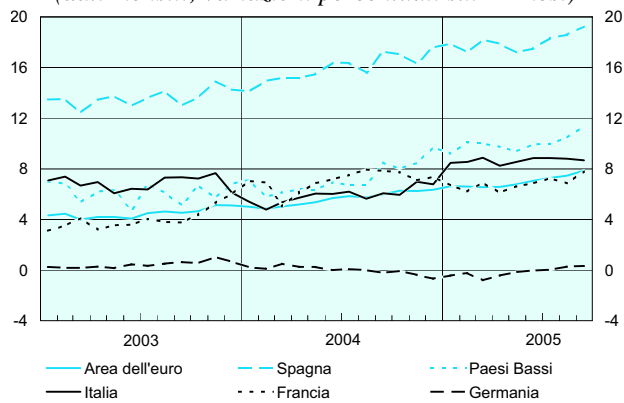
Nel 2005 il credito erogato dalle banche dell'area dell'euro ha registrato un'accelerazione, dovuta alla sostenuta domanda di fondi delle imprese, in larga parte connessa con operazioni di aggregazione (fusioni e acquisizioni), e a un'ulteriore espansione dei prestiti alle famiglie. Le condizioni di offerta sono diventate progressivamente più espansive e i tassi d'interesse si sono ancora ridotti. In settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti è salito al 7,9 per cento, dal 6,3 della fine del 2004 (tav. 27 e fig. 43).

In Italia l'accelerazione del credito è stata più intensa (dal 6,7 all'8,7 per cento, tav. 28), concentrandosi nella componente destinata alle imprese (dal 4,8 al 6,9 per cento; tav. 29). Vi hanno contribuito in misura rilevante i finanziamenti, concessi sotto forma di prestiti sindacati, ad alcuni grandi gruppi nell'ambito di processi di riorganizzazione aziendale. Anche i prestiti bancari alle aziende di minori dimensioni (ditte individuali e società di persone con meno di 20 addetti) hanno accelerato (6,7 per cento, contro il 5,8 dello scorso dicembre; fig. 44).

**Fig. 43**

**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.

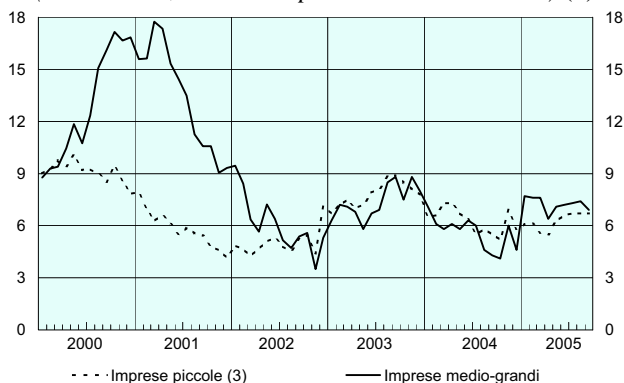
(1) Prestiti delle IFM dei paesi dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) nei confronti della clientela residente nel paese diversa dalle IFM. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e altre variazioni non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

A livello settoriale l'espansione dei prestiti è stata elevata per le imprese operanti nei comparti dei servizi immobiliari, del commercio e delle costruzioni. Il credito all'industria manifatturiera è tornato a crescere (1,9 per cento a fronte di -0,2 per cento nel 2004); l'aumento è stato più marcato nei comparti dove l'attività produttiva è stata più sostenuta (prodotti alimentari, prodotti in metallo e materiali per l'edilizia).

**Fig. 44**

**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. 27. - (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.

Tav. 27

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

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

(1) Dati di fine periodo. I dati di settembre 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.

Proseguendo una tendenza in atto dalla fine dello scorso decennio, l'aumento dei prestiti alle imprese si è concentrato nella componente a medio e a lungo termine (tav. 30).

Il credito alle famiglie consumatrici è cresciuto del 15,0 per cento nei dodici mesi terminanti in settembre, un valore quasi doppio rispetto alla media dell'area dell'euro.

Nei primi nove mesi del 2005 sono stati erogati nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni per 44 miliardi, di cui oltre l'85 per cento a tassi indicizzati o rinegoziabili entro un anno (nell'area dell'euro la quota è più bassa, inferiore al 60 per cento). Le banche italiane hanno cartolarizzato sull'euromercato mutui garantiti da immobili residenziali per circa 5 miliardi, un valore analogo a quello del corrispondente periodo del 2004. Anche la crescita del credito

al consumo, erogato da banche e società finanziarie specializzate, si è mantenuta molto elevata (16,7 per cento).

Il credito bancario alla clientela residente nel Mezzogiorno ha continuato ad aumentare a un ritmo più sostenuto che nel resto del Paese (11,5 per cento contro 7,8 al Centro Nord). La differenza nei tassi di crescita è maggiore per i finanziamenti alle imprese (cfr. il riquadro: *Il credito alle imprese nel Mezzogiorno*).

*La qualità del credito.* - Nei dodici mesi terminanti a giugno le banche italiane hanno iscritto a sofferenza prestiti pari allo 0,8 per cento del totale (0,9 nel 2004; tav. 31). Sono stati inoltre classificati tra le partite incagliate (le esposizioni verso i clienti in temporanea difficoltà) impieghi pari all'1,7 per cen-

Tav. 28

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

	2003 (2)	2004 (2)	2005 (3)			Settembre 2005	
			I trim.	II trim.	III trim.	Sui 12 mesi	Consistenze (milioni di euro)
<b>Attività</b>							
Titoli .....	4,2	-2,8	1,9	28,4	17,7	10,1	207.040
di cui: <i>titoli pubblici</i> .....	-4,0	-12,4	0,8	25,0	5,5	4,7	111.641
Prestiti .....	6,7	6,7	12,4	7,3	5,5	8,7	1.215.953
di cui (4): <i>a breve termine (a)</i> .....	-2,0	-4,4	9,7	0,8	-1,9	0,0	433.949
<i>a medio e a lungo termine (b)</i> .....	13,6	14,2	14,5	10,7	12,0	13,9	717.977
<i>(a)+(b)</i> .....	6,2	6,0	12,6	6,7	6,5	8,3	1.151.926
<i>pronti contro termine</i> .....	-1,2	88,5	222,0	28,1	-68,4	431,9	5.602
<i>"sofferenze" (5)</i> .....	10,6	6,0	-1,6	2,1	6,8	2,5	55.317
Per memoria:							
<i>"sofferenze" nette (6)</i> .....	7,9	-1,2	-13,5	-31,8	18,6	-7,8	19.839
Attività sull'estero .....	1,3	10,8	-4,0	24,8	7,2	12,9	264.151
<b>Passività</b>							
Raccolta sull'interno (7) .....	4,4	7,3	9,7	11,8	2,7	7,9	1.220.451
Depositi .....	2,2	5,2	7,0	11,9	4,6	7,2	749.811
di cui (8): <i>in conto corrente</i> .....	5,9	6,2	9,8	9,7	6,5	7,0	559.477
<i>con durata prestabilita</i> .....	-10,2	-4,0	-1,7	-10,2	-4,8	-2,5	39.950
<i>rimborsabili con preavviso</i> ..	5,1	4,7	6,3	6,0	0,5	3,9	69.174
<i>pronti contro termine</i> .....	-15,7	5,7	-7,2	50,1	-0,4	18,5	72.907
Obbligazioni (7) .....	8,6	10,8	14,2	11,6	-0,3	9,2	470.639
Passività sull'estero .....	11,2	3,8	26,2	24,0	8,5	18,3	345.925

(1) I dati di settembre 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) Variazioni sull'anno precedente. – (3) Variazioni sul trimestre precedente in ragione d'anno. Calcolate su dati depurati della componente stagionale, quando presente. – (4) Non è riportato l'andamento di alcune voci di minor rilievo nell'aggregato. – (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) Inclusive le obbligazioni detenute da non residenti. – (8) Sono esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

to del totale (1,8 nel 2004). In rapporto ai prestiti, la consistenza delle partite incagliate è rimasta stabile sui valori registrati alla fine dello scorso anno (1,8 per cento al Centro Nord e 3,0 per cento nel Mezzogiorno).

*Le condizioni di offerta e i tassi d'interesse.* – Nei primi nove mesi del 2005 le condizioni di offerta del credito si sono mantenute distese. Il differenziale tra il tasso medio sui prestiti a breve termine e quello minimo, che tende ad ampliarsi nelle fasi di restrizione dell'offerta, si è lievemente ridotto, a 2,5 punti percentuali. La dispersione tra i tassi di interesse a

breve termine praticati alle diverse classi dimensionali di imprese è risultata stabile. I margini disponibili sulle linee di credito in conto corrente sono rimasti ampi per tutte le categorie di clientela.

Nei primi nove mesi del 2005 i gruppi italiani partecipanti all'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall'Eurosistema hanno mantenuto sostanzialmente invariate le condizioni per la concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie. L'indice che misura il grado di restrizione delle condizioni di offerta dei prestiti alle imprese, calcolato aggregando le informazioni di natura qualitativa fornite dalle banche, è rimasto su valori molto bassi (fig. 45).

Tav. 29

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

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Società non finanziarie (a)		Famiglie		Imprese = (a) + (b)			Totale	
			con meno di 20 addetti (2)	Produttrici (b) (3)	Consumatrici	Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi			
<b>Variazioni percentuali sui 12 mesi (4)</b>											
<i>Centro Nord</i>											
2003 - dic. ....	-10,7	-2,3	8,1	6,2	9,4	11,4	8,2	1,2	13,6	14,0	5,9
2004 - mar. ....	-8,6	-2,6	5,7	5,5	8,9	12,4	6,0	-0,2	12,0	11,5	5,0
giu. ....	-10,9	-3,1	6,0	4,8	7,6	14,3	6,1	0,6	11,7	10,8	5,3
set. ....	-4,2	-0,7	3,9	4,3	6,0	14,6	4,1	-1,3	9,9	8,2	5,0
dic. ....	-2,5	-1,7	4,1	3,9	6,9	15,6	4,4	-0,6	8,4	7,5	5,3
2005 - mar. ....	-1,0	3,9	7,0	3,7	6,8	15,0	7,0	2,2	9,1	11,0	7,8
giu. ....	2,2	2,3	6,7	4,4	7,9	15,8	6,8	0,4	11,3	11,3	7,8
set. ....	1,7	4,8	6,2	4,2	8,1	14,9	6,4	1,3	12,4	8,9	7,8
<i>Mezzogiorno</i>											
2003 - dic. ....	11,1	5,9	6,2	8,2	9,1	9,6	6,7	3,0	8,0	9,9	7,9
2004 - mar. ....	0,2	-1,0	6,0	7,2	9,0	11,1	6,5	2,3	6,8	9,8	7,6
giu. ....	7,5	-0,4	7,5	7,5	7,9	14,4	7,5	2,6	9,2	10,3	9,8
set. ....	10,7	12,3	7,9	7,4	7,7	15,3	7,9	2,9	10,4	11,1	10,8
dic. ....	2,0	4,6	7,8	7,7	8,1	16,5	7,9	3,5	10,5	10,3	10,5
2005 - mar. ....	7,0	16,5	8,6	7,5	8,2	14,7	8,6	4,5	11,7	11,0	10,9
giu. ....	1,2	8,0	8,8	8,4	9,7	16,2	9,0	5,2	11,3	11,4	11,2
set. ....	6,6	-4,0	9,7	7,4	10,9	15,5	9,9	6,6	11,4	11,4	11,5
<i>ITALIA</i>											
2003 - dic. ....	-8,2	-2,1	7,9	6,4	9,3	11,0	8,0	1,4	12,7	13,5	6,2
2004 - mar. ....	-7,5	-2,5	5,8	5,8	8,9	12,1	6,1	0,0	11,1	11,3	5,3
giu. ....	-8,6	-3,0	6,2	5,1	7,6	14,3	6,3	0,8	11,3	10,7	5,8
set. ....	-2,3	-0,4	4,3	4,7	6,3	14,7	4,5	-0,8	10,0	8,5	5,7
dic. ....	-1,9	-1,6	4,5	4,4	7,2	15,8	4,8	-0,2	8,7	7,8	6,0
2005 - mar. ....	0,1	4,2	7,2	4,2	7,1	14,9	7,2	2,4	9,5	11,0	8,2
giu. ....	2,1	2,4	6,9	4,9	8,3	15,9	7,0	0,9	11,3	11,3	8,2
set. ....	2,4	4,6	6,6	4,6	8,7	15,0	6,9	1,9	12,2	9,2	8,3
<b>Consistenza dei prestiti a settembre 2005 (5) (6)</b> <i>(milioni di euro)</i>											
Centro Nord .....	44.671	139.593	525.868	60.449	54.947	229.374	580.815	167.121	70.842	293.294	994.453
Mezzogiorno .....	8.170	3.236	68.777	9.411	16.186	60.983	84.963	20.438	13.073	41.418	157.352
ITALIA .....	52.841	142.830	594.645	69.861	71.133	290.357	665.778	187.559	83.915	334.712	1.151.926
<b>Composizione percentuale dei prestiti a settembre 2005 (6)</b>											
Centro Nord .....	4,5	14,0	52,9	6,1	5,5	23,1	58,4	16,8	7,1	29,5	100,0
Mezzogiorno .....	5,2	2,1	43,7	6,0	10,3	38,8	54,0	13,0	8,3	26,3	100,0
ITALIA .....	4,6	12,4	51,6	6,1	6,2	25,2	57,8	16,3	7,3	29,1	100,0

(1) I dati riportati nella tavola presentano alcune differenze rispetto a quelli pubblicati in passato. In particolare, non viene più fornito il dettaglio dei prestiti concessi alle "holding di partecipazione". Questi ultimi sono confluiti in parte ("holding non finanziarie") nei prestiti alle "società non finanziarie" e in parte ("holding finanziarie") nei finanziamenti alle "società finanziarie e assicurative", in linea con il SEC 95, le statistiche armonizzate del SEBC e le altre pubblicazioni curate dalla Banca d'Italia. I prestiti alle imprese sono stati ridefiniti come i finanziamenti alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici e non includono più quelli alle "holding finanziarie". I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystem. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. I dati di settembre 2005 sono provvisori. - (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti superiore a 5 e inferiore a 20. - (3) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti. - (4) Calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. - (5) La somma delle consistenze per area geografica può differire dal totale in quanto i dati sono tratti da voci diverse della Matrice dei conti. - (6) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. 30

**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	set. 2005	dic. 2003	dic. 2004	set. 2005	dic. 2003	dic. 2004	set. 2005
<b>Imprese (3) (4)</b>									
a breve termine .....	-1,0	-2,7	0,1	1,9	4,3	5,3	-0,7	-2,0	0,7
a medio e a lungo termine .....	19,4	11,7	12,3	11,2	11,0	13,8	16,8	11,6	12,5
<b>Totale ...</b>	<b>8,2</b>	<b>4,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>7,9</b>	<b>9,9</b>	<b>8,0</b>	<b>4,8</b>	<b>6,9</b>
	<i>Per settore di attività economica</i>								
di cui:									
<i>Industria manifatturiera</i>									
a breve termine .....	-2,4	-6,1	-0,2	2,5	3,9	4,9	-2,1	-5,2	0,3
a medio e a lungo termine .....	7,0	7,5	3,3	3,6	3,1	8,7	5,8	6,8	4,0
<b>Totale ...</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>6,6</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,9</b>
<i>Costruzioni</i>									
a breve termine .....	7,9	-0,6	5,4	4,0	3,7	8,1	7,3	0,0	5,8
a medio e a lungo termine .....	18,5	15,9	17,6	11,1	15,4	13,6	14,6	15,8	17,0
<b>Totale ...</b>	<b>13,6</b>	<b>8,4</b>	<b>12,4</b>	<b>8,0</b>	<b>10,5</b>	<b>11,4</b>	<b>12,7</b>	<b>8,7</b>	<b>12,2</b>
<i>Servizi</i>									
a breve termine .....	3,3	0,2	0,2	2,2	5,2	4,8	3,1	0,8	0,8
a medio e a lungo termine .....	25,4	14,0	16,0	17,6	14,9	16,7	23,1	14,0	16,1
<b>Totale ...</b>	<b>14,0</b>	<b>7,5</b>	<b>8,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,3</b>	<b>11,4</b>	<b>13,5</b>	<b>7,8</b>	<b>9,2</b>
	<i>Per dimensione</i>								
<i>Imprese piccole (5)</i>									
a breve termine .....	1,1	-0,6	0,4	1,1	2,5	2,5	1,0	-0,1	0,8
a medio e a lungo termine .....	13,0	9,6	9,8	14,6	11,7	14,0	13,2	10,0	10,5
<b>Totale ...</b>	<b>7,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>8,8</b>	<b>8,0</b>	<b>9,6</b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,7</b>
<i>Imprese medio-grandi (4)</i>									
a breve termine .....	-1,5	-3,2	0,0	2,2	4,9	6,2	-1,2	-2,4	0,7
a medio e a lungo termine .....	21,5	12,4	13,0	9,6	10,7	13,7	18,1	12,1	13,1
<b>Totale ...</b>	<b>8,3</b>	<b>4,2</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>7,9</b>	<b>10,1</b>	<b>8,0</b>	<b>4,6</b>	<b>6,9</b>

(1) I dati di settembre 2005 sono provvisori. I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystem. 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) Società non finanziarie e famiglie produttrici. – (4) I dati riportati nella tavola presentano alcune differenze rispetto a quelli pubblicati in passato. In particolare, le società non finanziarie includono le holding di partecipazione, in precedenza escluse, in linea con il SEC 95, le statistiche armonizzate del SEBC e le altre pubblicazioni curate dalla Banca d'Italia. – (5) Imprese individuali e società di persone con meno di 20 addetti.

I tassi di interesse sui prestiti bancari in Italia si sono ulteriormente ridotti (fig. 46). Il tasso sulla consistenza dei prestiti a breve termine alle imprese in settembre era del 4,8 per cento (4,9 alla fine del 2004). Il costo dei nuovi finanziamenti di importo inferiore a un milione di euro (che approssima le condizioni per le unità produttive di minori dimensioni) è sceso al 3,9 per cento (4,1 lo scorso dicembre; fig. 47); quello delle erogazioni di ammontare superiore è rimasto stabile al 3,1 per

cento. I tassi d'interesse sui prestiti alle imprese in Italia sono in linea con quelli prevalenti nell'area dell'euro.

Anche il tasso annuo effettivo globale (TAEG) sui prestiti per l'acquisto di abitazioni si è lievemente ridotto sia in Italia sia nell'area (portandosi rispettivamente al 3,7 e al 3,8 per cento). Il TAEG sul credito al consumo in Italia è diminuito di 0,3 punti percentuali, al 9,3 per cento; il differenziale

Tav. 31

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

AREE	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Società non finanziarie (a)	Famiglie		Imprese = (a) + (b)			Totale
				Produttrici (b) (2)	Consumatrici	Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi	

**Flusso delle nuove “sofferenze” nell’anno in rapporto ai prestiti (3)**

*dicembre 2003*

Centro Nord .....	0,0	0,2	1,7	1,3	0,7	1,7	2,5	2,2	1,2	1,1
Mezzogiorno .....	0,0	0,1	2,5	2,2	0,8	2,4	3,6	2,2	2,1	1,7
ITALIA .....	0,0	0,2	1,8	1,5	0,7	1,8	2,6	2,2	1,3	1,2

*dicembre 2004*

Centro Nord .....	0,0	0,0	1,0	1,3	0,7	1,1	1,4	1,2	1,0	0,8
Mezzogiorno .....	0,0	0,0	1,8	2,0	1,0	1,9	2,8	1,9	1,5	1,4
ITALIA .....	0,0	0,0	1,1	1,5	0,8	1,2	1,5	1,3	1,0	0,9

*giugno 2005*

Centro Nord .....	0,0	0,0	1,0	1,3	0,7	1,0	1,2	1,0	0,9	0,7
Mezzogiorno .....	0,0	0,0	1,6	1,9	0,8	1,6	2,3	1,9	1,2	1,2
ITALIA .....	0,0	0,0	1,0	1,4	0,7	1,1	1,3	1,2	1,0	0,8

**Variazioni sui 12 mesi degli incagli**

*dicembre 2003*

Centro Nord .....	20,4	-43,5	4,3	12,1	7,7	5,5	1,3	6,4	7,2	3,5
Mezzogiorno .....	-14,9	-14,9	1,5	24,0	8,4	6,3	11,9	-4,3	5,5	6,6
ITALIA .....	-4,4	-42,7	3,8	15,2	7,9	5,6	3,2	3,5	6,9	4,1

*dicembre 2004*

Centro Nord .....	-36,4	-35,2	-0,2	0,1	3,8	-0,1	-5,0	-12,7	5,7	-0,3
Mezzogiorno .....	-51,4	-38,8	-2,4	2,9	2,3	-1,1	-12,6	-2,6	4,6	-0,7
ITALIA .....	-45,8	-35,3	-0,6	0,8	3,4	-0,3	-6,4	-10,1	5,5	-0,4

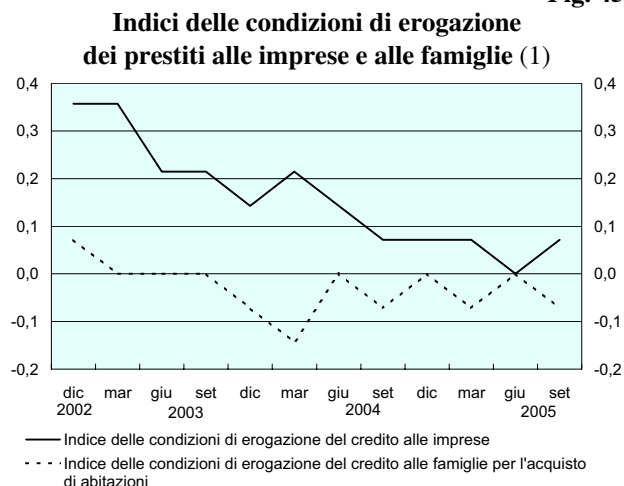
*giugno 2005*

Centro Nord .....	-25,0	-26,7	1,9	0,9	6,9	1,7	1,8	-4,4	4,9	2,1
Mezzogiorno .....	-76,7	-36,0	5,8	2,4	9,2	4,9	4,3	-12,3	11,0	5,5
ITALIA .....	-58,8	-27,2	2,6	1,3	7,5	2,3	2,2	-6,5	5,9	2,8

(1) I dati riportati nella tavola presentano alcune differenze rispetto a quelli pubblicati in passato. In particolare, per gli incagli non viene più fornito il dettaglio dei prestiti concessi alle “holding di partecipazione”. Questi ultimi sono confluiti in parte (“holding non finanziarie”) nei prestiti alle “società non finanziarie” e in parte (“holding finanziarie”) nei finanziamenti alle “società finanziarie e assicurative”, in linea con il SEC 95, le statistiche armonizzate del SEBC e le altre pubblicazioni curate dalla Banca d’Italia. I prestiti alle imprese sono stati ridefiniti come i finanziamenti alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. – (2) Società semplici, società di fatto e imprese individuali fino a 5 addetti. – (3) Flusso delle “sofferenze rettificata” negli ultimi 12 mesi in rapporto alle consistenze dei prestiti non in “sofferenza rettificata” in essere all’inizio del periodo. I dati delle nuove “sofferenze rettificate” sono tratti dalle segnalazioni alla Centrale dei rischi.

con il rispettivo tasso nell'area dell'euro è sceso a 1,4 punti percentuali (2,0 all'inizio dell'anno).

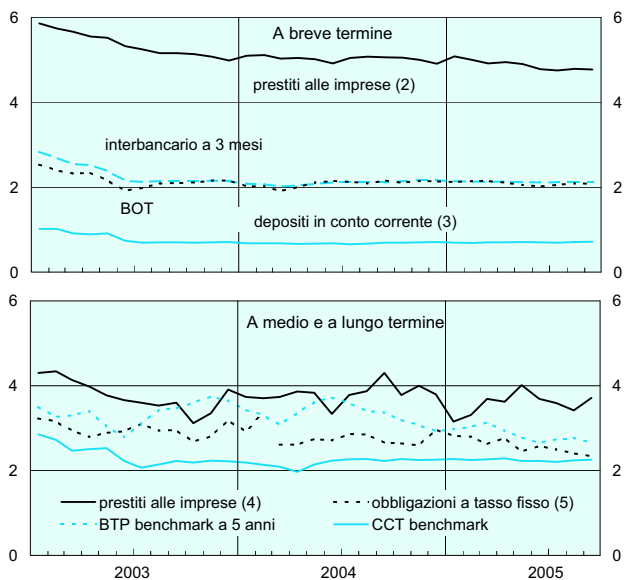
Fig. 45



(1) Gli indici sono costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai 7 gruppi partecipanti all'indagine trimestrale sul credito bancario sulla base del seguente schema di ponderazione: 1 = notevole irrigidimento, 0,5 = moderato irrigidimento, 0 = sostanziale stabilità, -0,5 = moderato allentamento, -1 = notevole allentamento. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1.

Fig. 46

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

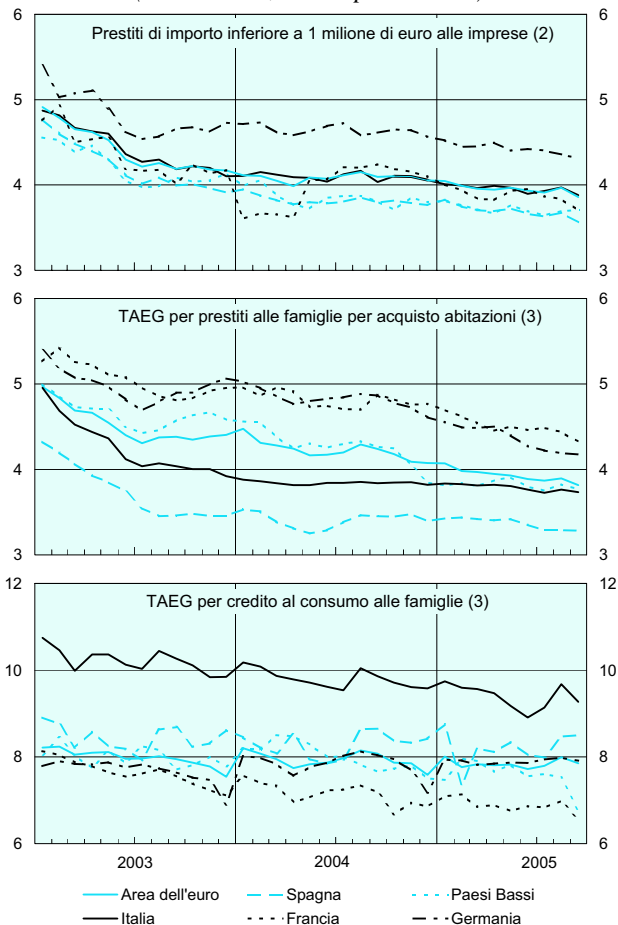


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, MTS, MID.

(1) I tassi bancari si riferiscono a operazioni in euro e sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. - (2) Tasso medio sui prestiti alle imprese con scadenza non superiore a un anno. - (3) Tasso medio sui depositi in conto corrente di famiglie e imprese. - (4) 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.

Fig. 47

**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.

**La raccolta delle banche italiane**

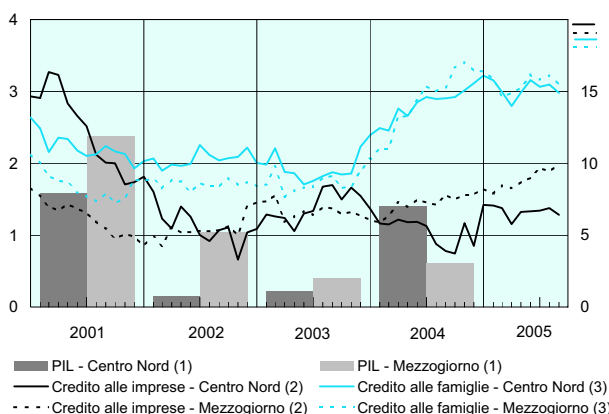
In settembre il tasso di crescita sui dodici mesi della raccolta bancaria sull'interno è stato pari al 7,9 per cento (8,5 nella media dell'area; tav. 27). I pronti contro termine hanno registrato una espansione molto forte (18,5 per cento), soprattutto quelli detenuti dalle società finanziarie e assicurative. I depositi in conto corrente sono aumentati del 7,0 per cento.

## Il credito alle imprese nel Mezzogiorno

Dall'inizio del 2004 la crescita del credito bancario alle imprese del Mezzogiorno sopravanza in misura significativa quella relativa alle imprese del Centro Nord (fig. 1).

Fig. 1

### Credito e PIL nel Mezzogiorno e al Centro Nord (variazioni percentuali)



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza e Istat, *Conti economici territoriali*.  
(1) Dati annuali. Variazioni sul periodo precedente. Scala di sinistra. – (2) Società non finanziarie e famiglie produttrici. Dati mensili. Variazioni sui 12 mesi. Scala di destra. – (3) Famiglie consumatrici. Dati mensili. Variazioni sui 12 mesi. Scala di destra.

Il sostenuto aumento dei prestiti alle imprese meridionali ha interessato tutti i principali comparti produttivi ed è risultato diffuso tra le categorie dimensionali (cfr. tav. 30 nel testo). Anche i finanziamenti concessi dalle società finanziarie specializzate nelle attività di leasing e factoring sono cresciuti in misura più ampia nel Sud e nelle Isole rispetto alle altre regioni.

Alla sostenuta espansione del credito bancario alle imprese meridionali hanno contribuito fattori sia

di domanda, sia di offerta. Tra i primi vi è la riduzione dell'autofinanziamento connessa con la debole fase congiunturale. Sulla base dell'indagine condotta dalle Filiali della Banca d'Italia sulle imprese dell'industria e dei servizi con almeno 20 addetti, nel Mezzogiorno la quota delle aziende in perdita era salita al 21 per cento nel 2004, dal 16 nel 2003, a fronte di una sostanziale stabilità nel Centro Nord (19 per cento). Nel 2005, secondo il più recente sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi (cfr. il riquadro: Stato della congiuntura: le indicazioni del sondaggio su un campione di imprese italiane dell'industria e dei servizi, nel capitolo: L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia), la quota di aziende meridionali in perdita è ancora aumentata; coerentemente con questa indicazione, le imprese prevedono una ulteriore espansione dell'indebitamento bancario nei sei mesi terminanti nel marzo del 2006.

L'accelerazione dei finanziamenti alle imprese meridionali ha riguardato soprattutto le anticipazioni a fronte di crediti commerciali, tipicamente più utilizzate dalle aziende con minori capacità di generare risorse interne di finanziamento.

Ad alimentare la domanda di credito potrebbe aver contribuito il calo di alcune forme di trasferimenti pubblici. Sulla base dei dati del Ministero delle Attività produttive, nel biennio 2003-04 le erogazioni alle imprese residenti nel Mezzogiorno connesse con interventi agevolativi nazionali si sono ridotte di oltre un quinto rispetto al biennio precedente.

Le banche hanno assecondato la maggiore richiesta di finanziamenti mantenendo condizioni di offerta del credito distese. Alla forte crescita dei fidi accordati ha

La raccolta obbligazionaria ha continuato a espandersi rapidamente (9,2 per cento), anche attraverso ingenti emissioni sull'euromercato, contribuendo a ridurre il divario tra la durata finanziaria dell'attivo e quella del passivo, pari rispettivamente a 12,1 e 7,4 mesi in settembre. Includendo anche le attività e le passività fuori bilancio, che comprendono le operazioni di copertura in derivati, il divario era di 1,2 mesi (1,4 lo scorso dicembre).

I tassi di interesse sui depositi sono rimasti stabili. La remunerazione dei depositi in conto corrente, la categoria di gran lunga più diffusa tra le famiglie italiane, era pari allo 0,6 per cento in Italia e allo 0,7 nell'area dell'euro. Il costo della provvista obbligazionaria a tasso fisso per le banche italiane è sceso al 2,3 per cento (3,0 alla fine del 2004).

L'indebitamento netto del sistema bancario italiano nei confronti di operatori esteri ammontava

corrisposto un ampliamento dei margini disponibili sulle linee di credito a breve termine per tutte le categorie di imprese: tra la fine del 2002 e lo scorso settembre il grado di utilizzo delle linee di credito si è ridotto di 6 punti, al 52 per cento.

L'accelerazione del credito alle imprese del Mezzogiorno è in larga misura ascrivibile alle banche di maggiori dimensioni, appartenenti a gruppi bancari con sede legale al Centro Nord (fig. 2); per questi gruppi il rapporto tra i prestiti e la raccolta nel Mezzogiorno è aumentato dall'87 per cento nel dicembre del 2002, al 106 per cento nel settembre del 2005. I finanziamenti concessi dalle banche "piccole" e "minori", pur continuando a crescere a ritmi elevati, hanno invece rallentato.

I tassi di interesse praticati alle imprese meridionali si sono ridotti sia nella componente a breve termine (di 0,3 punti, all'8,0 per cento), sia in quella a medio e a lungo termine (di 1,5 punti, al 3,9 per cento). In presenza di una diminuzione più rapida del costo del credito alle imprese del Centro Nord, i differenziali tra i tassi di interesse sui prestiti alle imprese nelle due aree territoriali (calcolati applicando a entrambe la stessa composizione settoriale e dimensionale) si sono ampliati (di 0,6 punti per la componente a breve, all'1,5 per cento, e di 0,2 punti per quella a medio e a lungo termine, allo 0,8 per cento). L'andamento riflette la più elevata crescita della domanda di credito delle aziende meridionali e la loro maggiore rischiosità, soprattutto in alcuni settori. L'aumento dei differenziali è stato più accentuato nel settore manifatturiero, soprattutto nel comparto dei materiali da costruzione (legno, minerali e prodotti in metallo), dove più elevati sono stati la crescita dei prestiti e il tasso di ingresso dei crediti in sofferenza rispetto al Centro Nord.

alla fine di settembre a 82 miliardi, pari al 3,3 per cento delle passività (rispettivamente, 55 miliardi e 2,4 per cento alla fine del 2004).

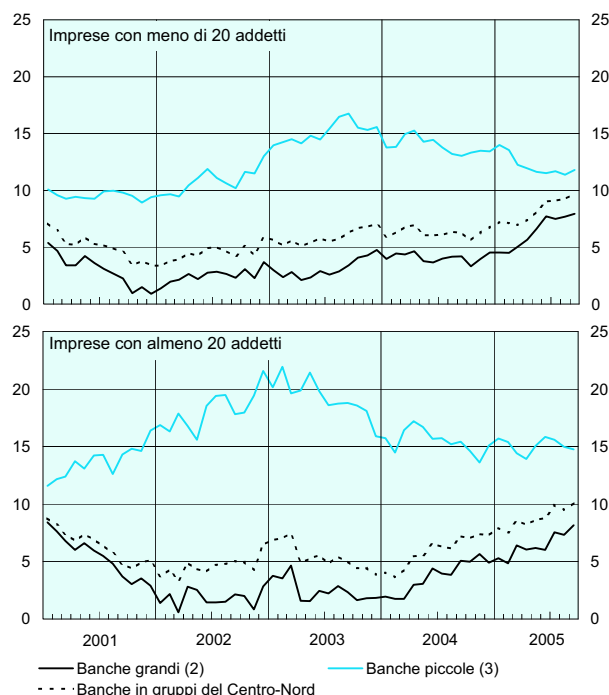
### La redditività delle banche italiane

Nel primo semestre del 2005 il rendimento del capitale e delle riserve delle banche italiane, calcolato sulla base dei bilanci non consolidati a livello di

Alla fine dello scorso giugno il flusso delle nuove sofferenze rappresentava l'1,6 per cento dei prestiti alle imprese nel Mezzogiorno, contro l'1,0 per cento nelle altre regioni (rispettivamente 2,2 e 1,4 alla fine del 2002).

Fig. 2

#### Prestiti alle imprese del Mezzogiorno (1) (dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le "sofferenze" e alcune voci di minore rilievo che confluiscono nell'aggregato della tavola 27. - (2) Comprende le banche "maggiori", "grandi" e "medie". - (3) Comprende le banche "piccole" e "minori".

gruppo è stato pari al 10,8 per cento in ragione d'anno (9,9 e 9,5 per cento, rispettivamente, nei primi sei mesi e nell'intero 2004). L'aumento della redditività è stato determinato dalla riduzione delle rettifiche nette di valore sui cespiti patrimoniali. Il risultato di gestione si è invece ridotto del 4,8 per cento.

I ricavi complessivi (margine di intermediazione) sono rimasti pressoché stazionari. Il margine di interesse è salito del 2,8 per cento per effetto della crescita sostenuta dei volumi intermediati. Tra gli al-

tri ricavi sono aumentati i proventi da servizi, mentre l'attività di negoziazione di titoli e di valute ha fatto registrare una perdita, concentrata nella componente dei contratti derivati su titoli e su tassi d'interesse.

Le spese per il personale bancario sono cresciute dell'1,9 per cento in seguito all'adeguamento delle retribuzioni previsto dal nuovo contratto nazionale del settore, a fronte di una sostanziale stabilità del numero dei dipendenti. I costi operativi totali sono saliti del 3,6 per cento anche per effetto dell'aumento delle imposte indirette.

Alla fine del 2004 il patrimonio di vigilanza del sistema bancario italiano ammontava, su base consolidata, a 149,2 miliardi (tav. a39), il 7 per cento in più rispetto all'anno precedente. Il coefficiente di solvibilità (rapporto tra il patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio) era aumentato all'11,6 per cento (11,4 alla fine del 2003).

### Il mercato dei titoli di Stato

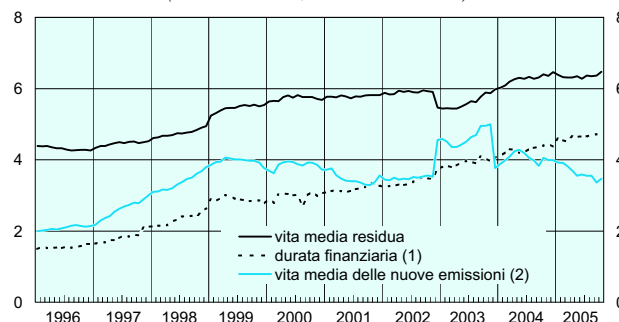
Nei primi otto mesi del 2005 le emissioni nette di titoli di Stato nei paesi dell'area dell'euro sono diminuite rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (da 225 a 181 miliardi). In Italia, nei primi nove mesi, i collocamenti netti sono calati da 73 a 64 miliardi (tav. 32), di cui 18 relativi a BTP indicizzati ai prezzi al consumo. In ottobre è stato emesso un nuovo BTP trentennale, per un importo di 6 miliardi; il collocamento è stato sottoscritto per i tre quarti da investitori non residenti e la domanda complessiva è stata più che doppia rispetto all'ammontare offerto. È ulteriormente cresciuta la durata finanziaria del debito (fig. 48).

Nel primo semestre gli acquisti netti di titoli di Stato italiani da parte di operatori non residenti sono stati cospicui, ammontando a 94 miliardi (26 miliardi nello stesso periodo del 2004; cfr. il capitolo: *L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia*); alla fine di giugno gli investitori esteri detenevano il 54 per cento della consistenza dei titoli pubblici italiani (tav. 33).

Il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco, dopo essere sceso nei primi mesi dell'anno da 14 a 10 centesimi di punto percentuale, tra la metà di marzo e l'inizio

Fig. 48

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



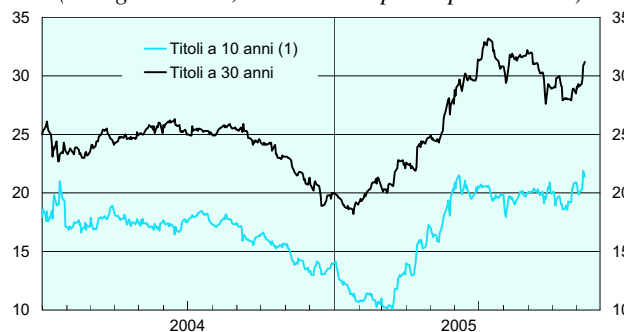
(1) Calcolata sui titoli quotati all'MTS. - (2) Media mobile dei 12 mesi terminanti nel mese indicato. Il più elevato livello della serie tra il dicembre 2002 e il novembre 2003 è dovuto all'operazione di concambio effettuata alla fine del 2002 tra il Ministero dell'Economia e delle finanze e la Banca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

di giugno è risalito a 22 centesimi (fig. 49). Il rialzo è iniziato alla vigilia del Consiglio della UE del 22-23 marzo che ha approvato le linee guida per la modifica del Patto di stabilità e crescita; l'aumento degli spread ha interessato anche i titoli degli altri paesi dell'area che hanno un rating simile all'Italia. In aprile lo spread del BTP decennale ha continuato ad ampliarsi risentendo della revisione al ribasso della crescita del PIL italiano nel 2004; un ulteriore incremento si è avuto in seguito alla diffusione, il 12 maggio, del dato negativo sulla crescita del PIL nel primo trimestre del 2005.

Dall'inizio di giugno il differenziale è tornato a fluttuare, collocandosi alla metà del mese a 20 cente-

Fig. 49

**Differenziali di rendimento tra i titoli di Stato italiani e tedeschi**  
(dati giornalieri; centesimi di punto percentuale)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Il differenziale di rendimento è aggiustato per tenere conto della diversa vita residua dei titoli di riferimento.

Tav. 32

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

TITOLI	2004	2004 gen. - set.	2005 gen. - set.	2004	2004 gen. - set.	2005 gen. - set.
	<b>Emissioni lorde</b>			<b>Emissioni nette (2)</b>		
BOT .....	221.300	184.550	175.666	-895	24.450	22.916
CTZ .....	27.128	27.128	21.206	-8.198	4.512	-5.247
CCT .....	34.527	29.027	22.511	325	-2.766	12.244
BTP .....	134.803	122.003	111.614	33.556	40.876	30.805
Altri .....	..	..	..	-49	-49	..
<b>Totale ...</b>	<b>417.758</b>	<b>362.708</b>	<b>330.997</b>	<b>24.739</b>	<b>67.023</b>	<b>60.718</b>
Prestiti della Repubblica .....	13.980	13.980	10.886	2.468	5.571	3.738
<b>Totale titoli di Stato ...</b>	<b>431.738</b>	<b>376.688</b>	<b>341.883</b>	<b>27.207</b>	<b>72.594</b>	<b>64.456</b>

(1) Valori nominali. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta all'arrotondamento delle cifre decimali. - (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.

simi. In questa fase le decisioni di due agenzie di rating, alla fine di giugno e all'inizio di agosto, di rivedere al ribasso il giudizio sull'evoluzione del debito pubblico italiano, a causa di un peggioramento delle prospettive di crescita economica e dei saldi di bilancio, non hanno avuto ripercussioni significative sullo

spread. All'inizio di novembre il differenziale era attorno a 20 centesimi. I premi sui derivati che assicurano contro il rischio di insolvenza (*Credit Default Swaps, CDS*) sul debito della Repubblica italiana alla stessa data erano pari a 9 centesimi di punto percentuale, un valore analogo a quello di inizio anno.

Tav. 33

**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			
<b>Acquisti netti nel periodo gennaio-agosto 2005</b>									
Banca centrale .....	..	..	2.154	1.810	-58	3.906	1	3.907	-526
Banche (3) .....	5.883	1.537	5.097	342	4.402	17.261	8.386	25.648	15.948
Fondi comuni (4) .....	-10.568	-2.539	3.377	-3.965	-253	-13.949	659	-13.290	-165
Altri investitori (5) .....	25.101	-7.115	-405	40.016	5.364	62.962	33.327	96.289	-10.186
di cui: estero (6) .....	36.653	2.549	5.180	52.386	-2.785	93.983	1.122	95.105	-26.332
<b>Totale ...</b>	<b>20.416</b>	<b>-8.116</b>	<b>10.223</b>	<b>38.203</b>	<b>9.456</b>	<b>70.180</b>	<b>42.373</b>	<b>112.554</b>	<b>5.071</b>
<b>Consistenze a fine agosto 2005</b>									
Banca centrale .....	..	..	14.121	42.488	962	57.571	198	57.769	6.344
Banche (3) .....	23.286	4.809	45.831	15.285	17.484	106.695	74.180	180.875	42.895
Fondi comuni (4) .....	22.914	6.994	39.948	46.274	2.713	118.842	10.798	129.640	18.859
Altri investitori (5) .....	92.966	26.382	106.321	666.689	106.942	999.299	572.350	1.571.649	548.719
di cui: estero (6) .....	79.476	16.486	52.226	469.552	74.435	692.175	..	..	67.647
<b>Totale ...</b>	<b>139.166</b>	<b>38.184</b>	<b>206.221</b>	<b>770.736</b>	<b>128.100</b>	<b>1.282.407</b>	<b>657.526</b>	<b>1.939.933</b>	<b>616.817</b>
<b>Quote % sul totale delle consistenze dei titoli del settore pubblico .....</b>	<b>10,9</b>	<b>3,0</b>	<b>16,1</b>	<b>60,1</b>	<b>10,0</b>	<b>100,0</b>			

(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 si riferisce a giugno 2005. - (4) Il dato si riferisce ai fondi comuni e alle Sicav armonizzate di diritto italiano. - (5) Famiglie, imprese, estero, Amministrazioni pubbliche, istituti di previdenza, CDP spa, SIM e istituti di assicurazione. - (6) Dati provvisori relativi a giugno 2005. Sono esclusi i titoli degli enti territoriali, delle aziende autonome e dell'Ente F.S.

## Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

*Le emissioni nette.* – Nei primi otto mesi del 2005 le emissioni nette di obbligazioni di banche e imprese nell'area dell'euro sono state pari a 311 miliardi, un importo superiore di circa un terzo rispetto a quello registrato nello stesso periodo dello scorso anno (tav. 34). Sono ulteriormente cresciuti i collocamenti di banche e altre società finanziarie, mentre sono rimasti di entità molto contenuta quelli di imprese non finanziarie, frenati dalla debole dinamica degli investimenti e dalla abbondante disponibilità di risorse interne.

Tra i collocamenti delle altre società finanziarie, sono aumentati considerevolmente quelli di titoli emessi a fronte di cartolarizzazioni di mutui ipotecari; sono rimaste elevate le emissioni garantite da portafogli di attività, quali le *Collateralized Debt Obligations*.

Anche gli emittenti italiani hanno effettuato rilevanti collocamenti netti di obbligazioni (46 miliardi nei primi nove mesi del 2005). I principali gruppi bancari hanno intensificato la raccolta sul mercato internazionale. La durata media all'emissione dei titoli si è significativamente allungata e i costi di

finanziamento si sono ulteriormente ridotti. Larga parte delle operazioni di cartolarizzazione è stata originata dalla cessione di mutui ipotecari da parte del settore bancario; la quota relativa a società del settore pubblico è di circa un quinto.

Il volume delle emissioni nette da parte di imprese non finanziarie italiane si è fortemente ridotto rispetto all'anno scorso (da 9,1 a 0,5 miliardi), quando si erano avuti collocamenti da parte di grandi gruppi operanti nel settore dei servizi. Come nel 2004, sono risultate esigue le emissioni di titoli ad alto rendimento e privi di rating.

*I rendimenti.* – Dopo avere toccato valori molto contenuti nei primi mesi dell'anno, i differenziali di rendimento tra le obbligazioni in euro emesse da imprese non finanziarie dell'area dell'euro e i titoli di Stato hanno registrato un temporaneo ampliamento tra marzo e maggio, in concomitanza con il declassamento del debito delle case automobilistiche statunitensi General Motors e Ford (fig. 50). Nei mesi successivi gli spread sono ridiscesi, mantenendosi al di sopra dei valori di inizio anno solo nel comparto dei titoli *high yield*.

I principali indicatori del rischio di credito non segnalano nel complesso un deterioramento dell'af-

Tav. 34

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

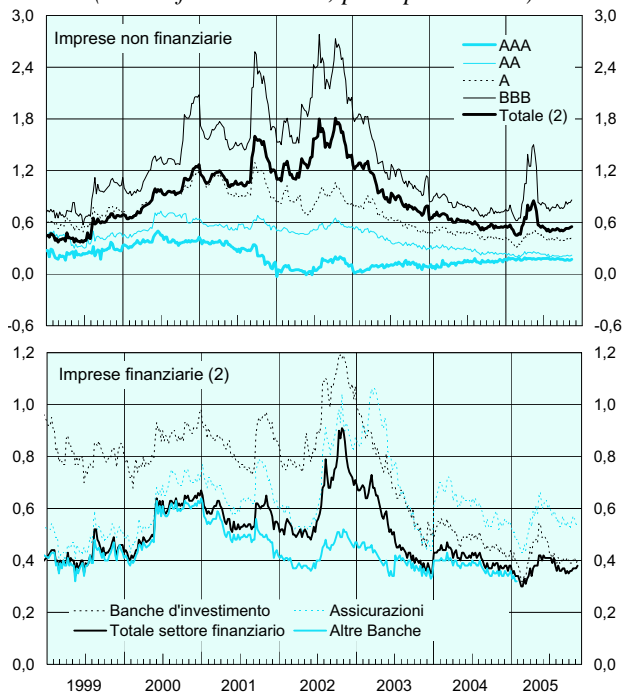
VOCI	2003	2004	2004		2005	
			gen.-ago.	gen.-set.	gen.-ago.	gen.-set.
<b>Italia</b>						
Banche .....	32.036	43.048	23.614	30.996	24.990	27.728
Altre imprese finanziarie .....	25.594	14.858	5.387	6.230	17.277	17.813
Imprese non finanziarie .....	-1.061	8.940	9.222	9.114	544	539
<b>Totale ...</b>	<b>56.569</b>	<b>66.846</b>	<b>38.223</b>	<b>46.340</b>	<b>42.811</b>	<b>46.080</b>
<b>Area dell'euro</b>						
Banche .....	185.758	270.055	194.019	226.751	218.923	....
Altre imprese finanziarie .....	118.775	72.935	24.669	23.702	81.462	....
Imprese non finanziarie .....	51.216	11.966	5.319	6.673	10.921	....
<b>Totale ...</b>	<b>355.749</b>	<b>354.956</b>	<b>224.007</b>	<b>257.125</b>	<b>311.306</b>	....

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.

**Fig. 50**

**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-.

fidabilità creditizia degli emittenti. In particolare, si sono ridotti sia il livello sia la variabilità degli spread, dopo le tensioni nel secondo trimestre dell'anno; i tassi di insolvenza sono rimasti sui bassi valori della fine del 2004. I premi sui derivati che assicurano contro il rischio di insolvenza (CDS) sul debito emesso da società dell'area hanno avuto un andamento analogo a quello degli spread obbligazionari.

I differenziali di rendimento delle obbligazioni italiane rispetto a titoli comparabili per rating e per settore emessi da società di altri paesi dell'area sono rimasti mediamente invariati per le imprese di grandi dimensioni e con elevato merito di credito; quelli sui titoli di emittenti di minori dimensioni, dopo essersi ampliati nella prima parte dell'anno, si sono parzialmente ridotti nei mesi successivi.

**I mercati azionari**

Dopo essere rimasti stabili nel primo trimestre dell'anno, gli indici di borsa dei principali paesi dell'area dell'euro hanno ripreso a salire rapidamente (fig. 51). Nei primi dieci mesi del 2005, l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area, è cresciuto del 13 per cento; in

**Fig. 51**

**Corsi azionari (1)**  
(dati di fine settimana; indici: 31 dicembre 1995=100)



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.

### L'andamento dei corsi azionari dell'area dell'euro

*Dalla primavera del 2003 i corsi azionari hanno registrato incrementi sostenuti nell'area dell'euro, nonostante il ritmo moderato della crescita economica.*

*A questo andamento, che si è avviato dopo la conclusione della prima fase delle operazioni militari in Iraq, hanno contribuito il calo dei tassi di interesse reali e l'aumento degli utili delle società quotate, cresciuti nell'area a un tasso medio annuo del 25 per cento nel triennio 2003-05. La dinamica degli utili delle grandi imprese europee quotate ha beneficiato in misura significativa dell'elevata crescita dell'economia mondiale, data l'ampia presenza di queste società sui mercati esterni all'area. Sugli utili hanno anche influito le politiche di contenimento dei costi attuate negli ultimi anni in più settori.*

*Alla ripresa degli utili si è tuttavia accompagnata una graduale revisione al ribasso della loro crescita attesa negli anni successivi. Secondo le rilevazioni della società specializzata IBES, le previsioni di crescita annua degli utili delle imprese dell'area, elaborate dagli analisti finanziari su un orizzonte biennale, sono scese dal 25 per cento del 2003, al 10 per cento dello scorso settembre.*

*In rapporto agli utili correnti, i corsi azionari dell'area non risultano attualmente discosti dal valore medio dell'ultimo trentennio.*

*Tenuto conto dei tassi d'interesse reali e delle aspettative di crescita dei profitti delle imprese, si può stimare che il differenziale tra il rendimento annuo implicito negli attuali corsi azionari e i tassi d'interesse a lungo termine si mantenga al di sopra del valore medio calcolato dall'inizio degli anni novanta (1). Esso si collocherebbe attualmente attorno ai 4 punti percentuali, contro una media di 2,5 negli ultimi quindici anni (cfr. figura).*

*Il livello relativamente elevato del differenziale tra il rendimento delle azioni e il tasso di interesse è ascrivibile almeno in parte a una maggiore incertezza sulle prospettive reddituali a medio e a lungo termine delle società quotate. Avvalorerebbe questa ipotesi il fatto che la dispersione delle previsioni formulate dagli analisti finanziari sugli utili a medio termine (misurata dal rapporto fra la deviazione standard delle previsioni e il loro valore mediano) si mantiene dal 2002 su valori all'incirca doppi rispetto a quelli prevalenti negli anni novanta.*

*Ad alimentare l'incertezza possono aver contribuito più fattori. Il forte rincaro del petrolio ha aumentato i rischi di carattere macroeconomico. Rimane incerto l'andamento del cambio fra l'euro e il dollaro, che può avere effetti rilevanti sugli utili delle società quotate dell'area. Infine, è di difficile valutazione l'andamento dei tassi a lungo termine in euro nel prossimo futuro, rispetto ai bassi livelli registrati negli ultimi anni.*

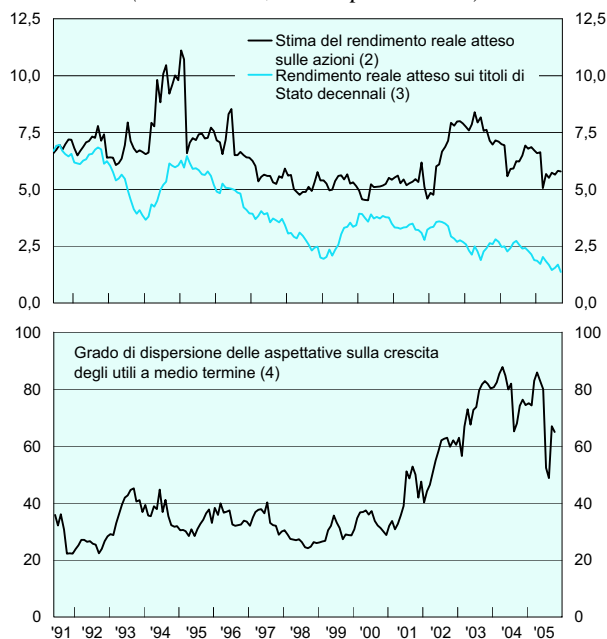
Italia le quotazioni sono aumentate del 6 per cento, contro un incremento compreso tra il 15 e il 17 per cento in Francia, Germania e Spagna. Nello stesso periodo l'indice statunitense Standard and Poor's è rimasto invariato.

I rialzi conseguiti dalle borse europee sono ascrivibili soprattutto al miglioramento degli utili correnti delle società quotate, oltre che all'ulteriore flessione dei tassi di interesse reali a lungo termine. Gli indicatori di avversione al rischio degli investitori sono rimasti su valori contenuti (fig. 52). Alla fine di set-

tembre il rapporto tra utili e capitalizzazione nei tre principali mercati dell'area si collocava tra il 5,2 e il 7,4 per cento (fig. 53; cfr. il riquadro: *L'andamento dei corsi azionari dell'area dell'euro*).

Nell'area dell'euro gli incrementi maggiori dei corsi sono stati registrati dai titoli delle compagnie petrolifere (33 per cento), che hanno beneficiato del rialzo del prezzo del greggio. Nel settore automobilistico, che usualmente risente negativamente dei rincari del petrolio, i corsi sono cresciuti considerevolmente (21 per cento) in seguito all'avvio di ope-

**Rendimento reale atteso su azioni  
e titoli di Stato e dispersione degli utili  
attesi nell'area dell'euro (1)**  
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati IBES, Consensus Economics e Bloomberg.

(1) Le variabili di borsa si riferiscono a una media ponderata degli indici MSCI per Germania, Francia e Italia. - (2) Il rendimento reale atteso è stimato come differenziale fra il tasso di rendimento implicitamente utilizzato dagli investitori per scontare i dividendi futuri attesi e le aspettative di inflazione di lungo periodo rilevate da Consensus Economics. - (3) Differenza tra il tasso d'interesse sui titoli di Stato a 10 anni e le aspettative di inflazione di lungo periodo. - (4) Rapporto fra la deviazione standard delle previsioni formulate dai singoli analisti finanziari e la previsione mediana.

La dimensione del differenziale tra il rendimento delle azioni e il tasso di interesse non sarebbe ascrivibile a una scarsa propensione degli investitori ad acquistare titoli azionari; nel corso del 2005 gli indicatori di avversione al rischio, stimati in base ai prezzi delle opzioni sugli indici di borsa, sono rimasti pressoché stabili (fig. 52 del testo).

Il differenziale risulta al di sopra del valore medio degli ultimi quindici anni nei tre maggiori paesi dell'area. Presso la borsa italiana, esso è maggiore nel settore delle telecomunicazioni, su valori intermedi per le banche, più basso nei comparti dell'energia e delle assicurazioni.

Il livello relativamente elevato dei premi per il rischio potrebbe aver favorito l'intensificarsi degli acquisti netti di azioni da parte degli investitori istituzionali nel corso del 2005, così come la ripresa delle operazioni di acquisizione finanziate da indebitamento o autofinanziamento.

(1) Il rendimento implicito nel livello dei corsi azionari è il tasso di rendimento che uguaglia il valore attuale dei dividendi futuri attesi al livello dei corsi. I dividendi futuri attesi vengono calcolati sulla base delle previsioni degli utili formulate dagli analisti finanziari (rilevate da IBES) e del tasso atteso di crescita del PIL nominale di lungo periodo (rilevato da Consensus Economics).

razioni di ristrutturazione da parte di alcuni gruppi del settore. Incrementi significativi delle quotazioni sono stati registrati anche nel settore elettrico (16 per cento). Rialzi inferiori a quelli medi di listino si sono invece avuti nei settori dell'elettronica, delle banche e delle assicurazioni.

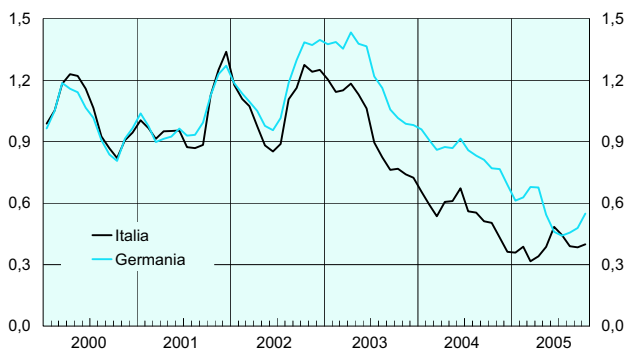
Nei primi nove mesi dell'anno, l'andamento delle quotazioni nell'area dell'euro è stato sostenuto anche dalle operazioni di fusione e di acquisizione tra società quotate, che hanno segnato una netta ripresa; circa il 25 per cento delle transazioni

ha interessato società finanziarie, un terzo società dei servizi.

In Italia l'aumento più contenuto degli indici di borsa è ascrivibile ai prezzi delle azioni nei settori delle telecomunicazioni e dell'elettricità, i cui valori in rapporto agli utili sono tornati in linea con quelli dei corrispondenti comparti nell'area dell'euro. Nel comparto delle telecomunicazioni, il maggiore gruppo italiano ha completato un'importante operazione di ristrutturazione societaria; nel comparto elettrico, si è esaurito il piano straordinario di dismissioni di

**Fig. 52**

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



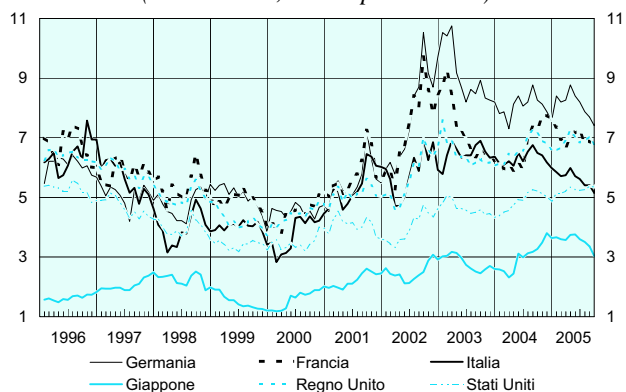
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Banca d'Italia.

(1) L'indicatore di avversione al rischio è ottenuto come rapporto tra la probabilità di un calo dell'indice di borsa del 10 per cento desunta dai prezzi delle opzioni e la medesima probabilità ricavata dalla distribuzione effettiva dei rendimenti dell'indice di borsa. Una diminuzione dell'indicatore segnala una maggiore propensione degli operatori ad assumere rischi connessi con investimenti in azioni.

attività collaterali avviate nel 2004 dalla principale azienda del paese. Incrementi significativi delle quotazioni sono stati invece registrati dal comparto automobilistico e da quello energetico.

**Fig. 53**

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



Fonte: Thomson Financial.

Nei primi nove mesi del 2005 nell'area dell'euro hanno fatto ingresso in borsa 23 società, meno della metà di quelle che si erano quotate nel periodo corrispondente del 2004. In Italia sono state ammesse alla quotazione 8 nuove società, contro 10 nell'intero 2004. Alla fine dello scorso settembre presso la Borsa italiana erano quotate 271 società residenti, con una capitalizzazione pari al 43,5 per cento del

PIL (43 alla fine del 2004), un valore che rimane basso nel confronto internazionale.

**I fondi comuni e le gestioni patrimoniali**

In base ai dati relativi a otto dei dodici paesi dell'area dell'euro, nel primo semestre del 2005 la raccolta netta dei fondi comuni è salita a 163 miliardi (44 nel semestre precedente), con incrementi elevati nei comparti obbligazionario e monetario.

La raccolta netta dei fondi comuni controllati da intermediari italiani è stata pari a 9,2 miliardi nei primi nove mesi dell'anno (tav. 35). I risparmiatori si sono orientati verso i fondi flessibili e quelli che investono prevalentemente in titoli di Stato e obbligazioni, a fronte di un consistente deflusso netto di risparmio dai fondi monetari e azionari. È proseguita l'espansione dei fondi speculativi.

**Tav. 35**

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

FONDI	2004	2004 gen. - set.	2005 gen. - set. (2)
<b>Patrimonio netto</b> (consistenze di fine periodo)			
Di diritto italiano aperti .....	390.016	390.258	404.871
di cui: armonizzati .....	358.292	361.060	361.700
speculativi .....	11.768	10.736	14.711
Di diritto italiano chiusi (3) .....	9.866	7.051	10.469
di cui: immobiliari (3) .....	8.085	5.524	8.392
Di diritto estero (4) .....	148.548	140.440	174.609
<b>Totale ...</b>	<b>548.430</b>	<b>537.749</b>	<b>589.949</b>
<b>Raccolta netta</b> (flussi)			
Di diritto italiano aperti .....	-18.937	-13.258	-3.930
di cui: armonizzati .....	-30.632	-22.919	-12.618
speculativi .....	5.500	4.843	3.798
Di diritto italiano chiusi (3) .....	3.747	1.274	460
di cui: immobiliari (3) .....	3.407	1.011	396
Di diritto estero (5) .....	14.774	9.834	12.677
<b>Totale ...</b>	<b>-416</b>	<b>-2.150</b>	<b>9.207</b>

Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni.

(1) Sono inclusi i fondi di fondi. - (2) Dati provvisori. - (3) I dati per il 2004 e il 2005 sono relativi al primo semestre dell'anno. - (4) Controvalore delle quote detenute da investitori italiani ed esteri. - (5) Controvalore delle quote sottoscritte, nel periodo indicato, da investitori italiani ed esteri, al netto dei rimborsi.

Nei primi nove mesi dell'anno il rendimento medio (non annualizzato) dei fondi armonizzati di diritto italiano è stato pari al 5,3 per cento. I risultati più elevati sono stati conseguiti dai fondi azionari (14,5 per cento), i più bassi da quelli obbligazionari e monetari (2,2 e 0,9 per cento, rispettivamente).

Lo scorso settembre il patrimonio netto dei fondi di diritto italiano ammontava a 415,3 miliardi, quello dei fondi esteri riconducibili a intermediari

italiani a 174,6 miliardi (con una crescita, rispettivamente, del 3,9 e del 17,5 per cento dall'inizio dell'anno).

Nei primi nove mesi dell'anno la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è stata di 27,5 miliardi (13,7 nel corrispondente periodo del 2004). Il rendimento medio dall'inizio dell'anno (misurato dall'incremento percentuale del patrimonio netto depurato del flusso di raccolta netta) è stato del 5,4 per cento.