

D - LA POLITICA MONETARIA E I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nell'area dell'euro i tassi d'interesse reali a breve termine sono stati gradualmente riportati nel corso del 2000 su valori analoghi a quelli precedenti la flessione registrata nella prima parte del 1999. Ciò è avvenuto in presenza di una ripresa dell'attività economica e di pressioni inflazionistiche connesse con l'aumento delle quotazioni delle materie prime e la debolezza del cambio.

La crescita degli aggregati monetari e creditizi, pur rallentando nella seconda parte dell'anno, è rimasta su valori elevati. Il livello dei tassi d'interesse reali è risultato contenuto nel confronto storico. L'offerta del credito bancario si è mantenuta ampia. Un ulteriore impulso espansivo è derivato, fino a ottobre, dall'indebolimento del cambio.

L'aumento dei rendimenti a breve termine si è interrotto nell'ultima parte dell'anno e nei primi mesi del 2001. Il peggioramento del quadro congiunturale internazionale e il parziale recupero del cambio dell'euro hanno attenuato i rischi per la stabilità dei prezzi nell'area. In maggio il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha ridotto i tassi ufficiali di 0,25 punti percentuali.

La politica monetaria

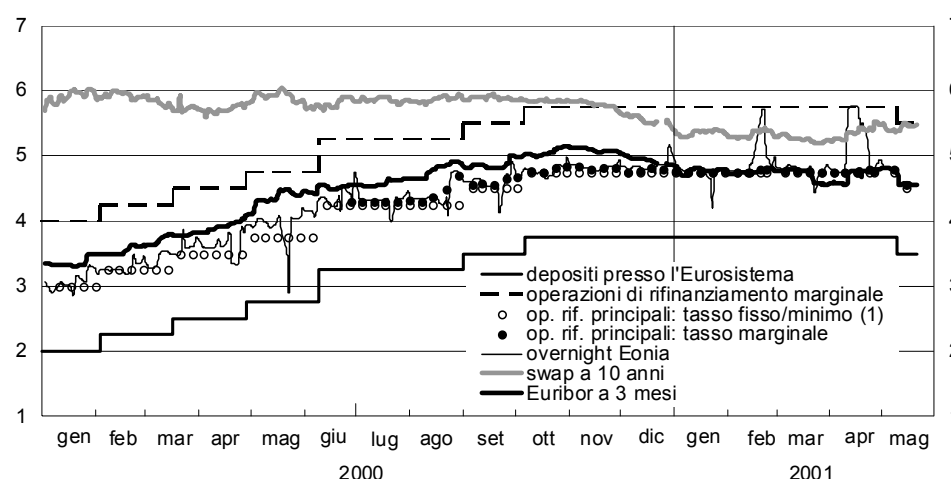
All'inizio del 2000 i segnali di accelerazione dell'attività economica nell'area dell'euro si sono rafforzati, in un quadro internazionale caratterizzato dalla prolungata fase di sostenuta crescita negli Stati Uniti, dal rincaro delle materie prime e dal progressivo deprezzamento della moneta unica. Gli aggregati monetari e creditizi indicavano condizioni di abbondante liquidità: in marzo la media trimestrale del tasso di crescita sui dodici mesi della moneta M3 era al 6,0 per cento, 1,5 punti percentuali al di sopra del valore di riferimento fissato dal Consiglio direttivo della BCE. L'espansione sui dodici mesi dei finanziamenti bancari al settore privato raggiungeva nello stesso mese l'11,0 per cento.

In questo contesto, all'inizio di febbraio il Consiglio direttivo decideva di innalzare, dal 3,0 al 3,25 per cento, il tasso sulle operazioni di rifinanzia-

mento principali (fig. D1), dopo il rialzo di 0,5 punti operato il 4 novembre 1999. L'aumento dei rendimenti ufficiali, mirante a contrastare i rischi per la stabilità dei prezzi, proseguiva con gradualità nei mesi successivi, con il rafforzarsi delle prospettive di crescita dell'economia dell'area e il protrarsi delle tendenze all'indebolimento dell'euro e all'aumento del prezzo del petrolio. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato aumentato altre cinque volte; agli inizi di ottobre esso si collocava al 4,75 per cento, un valore superiore di 2,25 punti a quello di un anno prima. Sono variati in pari misura anche il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi overnight presso l'Eurosistema.

Fig. D1

**TASSI D'INTERESSE UFFICIALI
E DEI MERCATI MONETARIO E FINANZIARIO NELL'AREA DELL'EURO**
(dati giornalieri; valori percentuali)

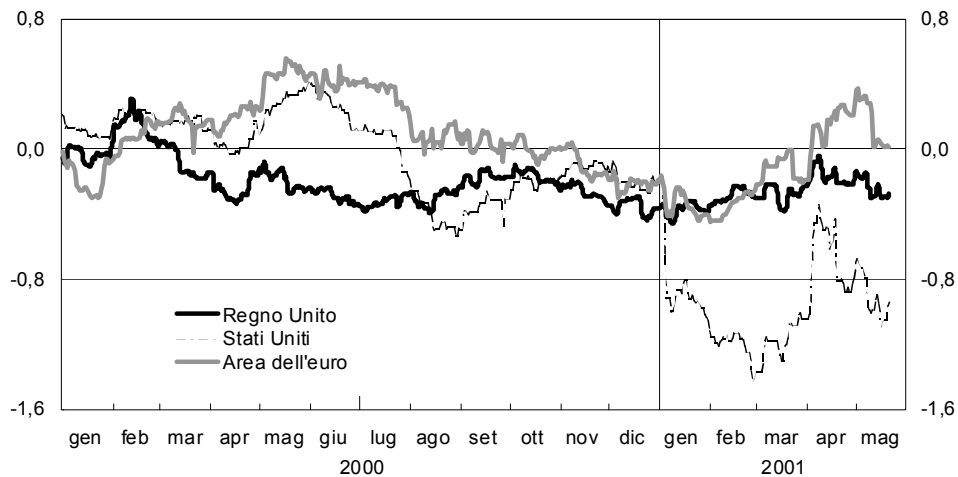


Fonte: Banca centrale europea; Reuters; Telerate.
(1) Tasso fisso fino al 21 giugno 2000; successivamente tasso minimo.

Gli aumenti dei saggi ufficiali effettuati nel corso dell'anno si sono riflessi sui rendimenti del mercato monetario dell'area. Nel corso del 2000 il tasso overnight (Eonia) è salito di 1,8 punti percentuali, al 4,8 per cento; un incremento leggermente inferiore è stato registrato dal tasso interbancario a tre mesi. Le variazioni dei tassi d'interesse a breve termine sono state in larga misura anticipate dagli operatori di mercato, riflettendosi con rapidità nella struttura a termine dei rendimenti. Nell'anno e nei primi mesi del 2001 la discrepanza tra il tasso a pronti in euro a tre mesi e il tasso forward relativo alla stessa scadenza rilevato tre mesi prima, che fornisce una misura dei movimenti dei rendimenti non attesi dagli operatori, è rimasta su valori contenuti, non dissimili da quelli calcolati sugli analoghi rendimenti in sterline (fig. D2). In base a questa misura, le mosse dell'Eurosistema sono state più prevedibili di quelle delle autorità monetarie statunitensi.

Fig. D2

**DIFFERENZA TRA VALORI REALIZZATI E ATTESI
DEL TASSO D'INTERESSE A TRE MESI (1)**
(dati giornalieri; valori percentuali)



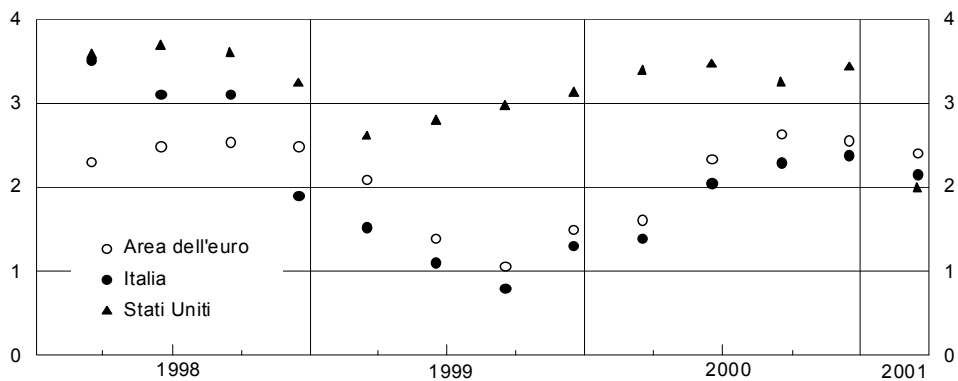
Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati Reuters.

(1) Il valore del tasso d'interesse atteso è misurato dal tasso implicito nella struttura per scadenza rilevata 3 mesi prima della data indicata; quello realizzato è pari al tasso a pronti. Tassi LIBOR.

Il tasso d'interesse reale a breve termine nell'area, calcolato sulla base delle aspettative d'inflazione tratte dai sondaggi, è aumentato nel corso dell'anno di circa un punto percentuale, riportandosi in dicembre al 2,6 per cento (fig. D3); questo livello non è elevato nel confronto con l'esperienza storica dei paesi europei caratterizzati da maggiore stabilità dei prezzi. Anche i tassi di interesse sugli impieghi bancari sono rimasti su valori contenuti.

Fig. D3

TASSI D'INTERESSE REALI A TRE MESI (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati Reuters, *Consensus Forecasts*, OCSE.

(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi dell'euromercato (medie di dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre), deflazionati con le aspettative di inflazione rilevate dal sondaggio trimestrale *Consensus Forecasts*. Per l'area dell'euro, fino al dicembre 1998 si utilizzano i tassi LIBOR a 3 mesi di Francia, Germania, Italia e Spagna, ponderati con i rispettivi PIL (a prezzi correnti in valuta nazionale, convertiti in valuta comune sulla base della parità dei poteri d'acquisto nella media 1994-96); dal gennaio 1999 il tasso Euribor a 3 mesi.

I tassi a lungo termine in euro, sostanzialmente stabili fino a ottobre, si sono ridotti successivamente (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*). Nei primi dieci mesi dell'anno i rendimenti dei contratti swap d'interesse a dieci anni sono rimasti tra il 5,7 e il 6,0 per cento; anche quelli dei titoli di Stato benchmark dell'area hanno registrato oscillazioni contenute. I tassi sugli swap e quelli sui benchmark si sono successivamente portati, rispettivamente, al 5,5 e al 5,0 per cento alla fine di dicembre, mantenendosi attorno a tali valori nel primo trimestre dell'anno in corso. Il rendimento dei titoli di Stato francesi indicizzati all'inflazione, che costituisce una misura del tasso d'interesse reale a lungo termine in euro, si è collocato in media nel 2000 al 3,7 per cento, contro il 3,1 nel 1999.

La pendenza della struttura per scadenza dei rendimenti, accentuata all'inizio del 2000, si è gradualmente ridotta nel corso dell'anno: in dicembre il differenziale tra il rendimento sui titoli a dieci anni e il tasso interbancario a tre mesi si collocava a 0,2 punti percentuali (contro 2,2 un anno prima). In seguito alla marcata discesa dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti, i differenziali tra i tassi in dollari e in euro sono diminuiti, rispettivamente, a 0,7 e 0,1 punti percentuali per gli swap decennali e per i titoli benchmark (da 1,6 e 1,0 punti alla fine del 1999).

Il cambio effettivo nominale dell'euro ha toccato un minimo in maggio; ha registrato un recupero in giugno; si è nuovamente indebolito nel terzo trimestre. Il 27 ottobre il deprezzamento dall'inizio dell'anno era del 17,9 per cento nei confronti della valuta americana, corrispondente a un minimo di 0,825 dollari per euro, del 13,1 rispetto allo yen e del 10,9 in termini nominali effettivi (fig. D4).

Fig. D4

**TASSO DI CAMBIO DOLLARO/EURO
E CAMBIO NOMINALE EFFETTIVO DELL'EURO**
(dati giornalieri)



Fonte: Banca centrale europea e Banca d'Italia.

Le comuni preoccupazioni sulle potenziali implicazioni per l'economia mondiale di un eccessivo deprezzamento dell'euro hanno indotto la BCE e le autorità monetarie degli Stati Uniti, del Giappone, del Regno Unito e del Canada, su iniziativa della stessa BCE, a intervenire in modo concertato sul mercato dei cambi il 22 settembre a sostegno dell'euro. Ulteriori interventi venivano condotti dall'Eurosistema nelle settimane successive.

Dalla fine di ottobre il cambio dell'euro ha mostrato una consistente ripresa, che ha ridotto il deprezzamento nel corso dell'anno al 7,4 per cento rispetto alla valuta statunitense e all'1,6 in termini effettivi. Al rafforzamento nei confronti del dollaro ha contribuito il netto peggioramento delle prospettive di crescita negli Stati Uniti. Per effetto dell'indebolimento particolarmente marcato dello yen nell'ultima parte dell'anno, da ascrivere al nuovo peggioramento dell'economia giapponese, nel corso del 2000 la valuta comune ha registrato un apprezzamento del 4,1 per cento nei confronti dello yen.

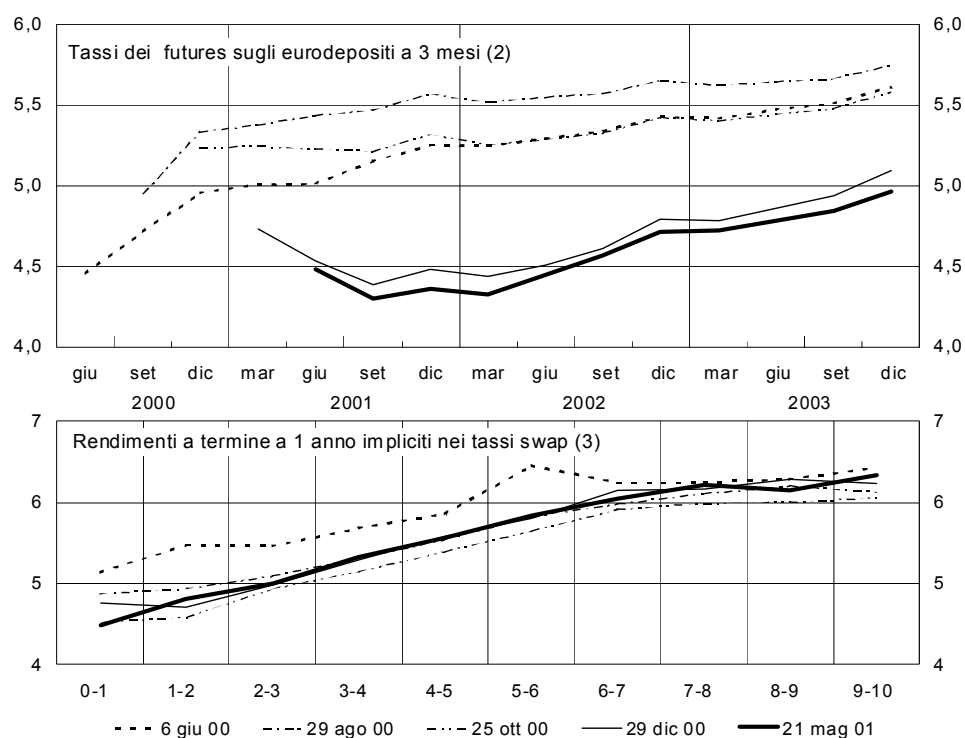
La parte finale dell'anno e i primi mesi del 2001 sono stati caratterizzati da un ridimensionamento delle prospettive di crescita mondiale. Negli Stati Uniti il mutamento delle condizioni cicliche, assai rapido, si è associato a una caduta dei valori di borsa, che ha destato in alcune fasi timori per la stabilità di importanti segmenti del mercato finanziario. Nei primi mesi dell'anno in corso la Riserva federale ha ripetutamente ridotto i tassi di interesse; sono stati approvati provvedimenti fiscali espansivi (cfr. il capitolo della sezione A: *La congiuntura e le politiche economiche*). Nell'area dell'euro si sono gradualmente manifestati segnali di rallentamento dell'attività, consolidatisi nei primi mesi dell'anno in corso; dalla fine del 2000 i rischi per la stabilità dei prezzi si sono ridimensionati, in relazione al calo delle quotazioni delle materie prime e al proseguire della moderazione salariale. Il cambio dell'euro, pur riprendendo a flettere dalla seconda metà di gennaio (cfr. il capitolo della sezione A: *I mercati valutari e finanziari internazionali*), si è mantenuto al di sopra dei minimi toccati nell'autunno del 2000. Agli inizi del 2001 un aumento dell'inflazione è derivato dai rincari dei generi alimentari, seguiti al diffondersi in più paesi europei di malattie degli animali da allevamento; tali sviluppi non hanno tuttavia alterato le prospettive di stabilità dei prezzi nel medio periodo (cfr. il capitolo della sezione B: *I prezzi, i costi e la competitività*). In questo quadro congiunturale, il 10 maggio il Consiglio direttivo della BCE ha deciso una diminuzione dei saggi ufficiali di 0,25 punti percentuali; il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato portato al 4,5 per cento.

Anche le aspettative relative all'evoluzione della politica monetaria dell'Eurosistema si sono adeguate al mutato contesto. La curva dei rendimenti a termine desunti dai contratti futures dell'euromercato, che ancora alla fine di ottobre scontava ulteriori aumenti dei tassi ufficiali entro dicembre,

si è rapidamente spostata verso il basso, assumendo una pendenza negativa nel tratto iniziale (fig. D5). Alla metà di maggio il tasso a tre mesi relativo al contratto con scadenza a settembre 2001 era pari al 4,3 per cento, di 0,3 punti percentuali inferiore al tasso prevalente in quel momento sul mercato a pronti.

Fig. D5

STRUTTURA A TERMINE DEI RENDIMENTI NELL'AREA DELL'EURO (1)
(valori percentuali)



Fonte: Reuters.

(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione riportata nella legenda. - (2) Sull'asse orizzontale sono riportate le date di regolamento dei contratti futures a cui si riferiscono i rendimenti. - (3) Sull'asse orizzontale è riportato l'intervallo di tempo a cui si riferisce il rendimento, espresso in anni dalla data di contrattazione; la prima osservazione è il rendimento a pronti a 1 anno rilevato in quella data.

Il rendimento reale a breve termine nell'area, calcolato sulla base delle aspettative di inflazione per l'anno formulate dai principali operatori, si è portato in maggio attorno al 2,5 per cento. Questo valore è superiore di oltre un punto percentuale a quello del corrispondente tasso statunitense, che ha registrato un rapido calo in seguito alla manovra espansiva attuata dalla Riserva federale.

Gli aggregati monetari e creditizi

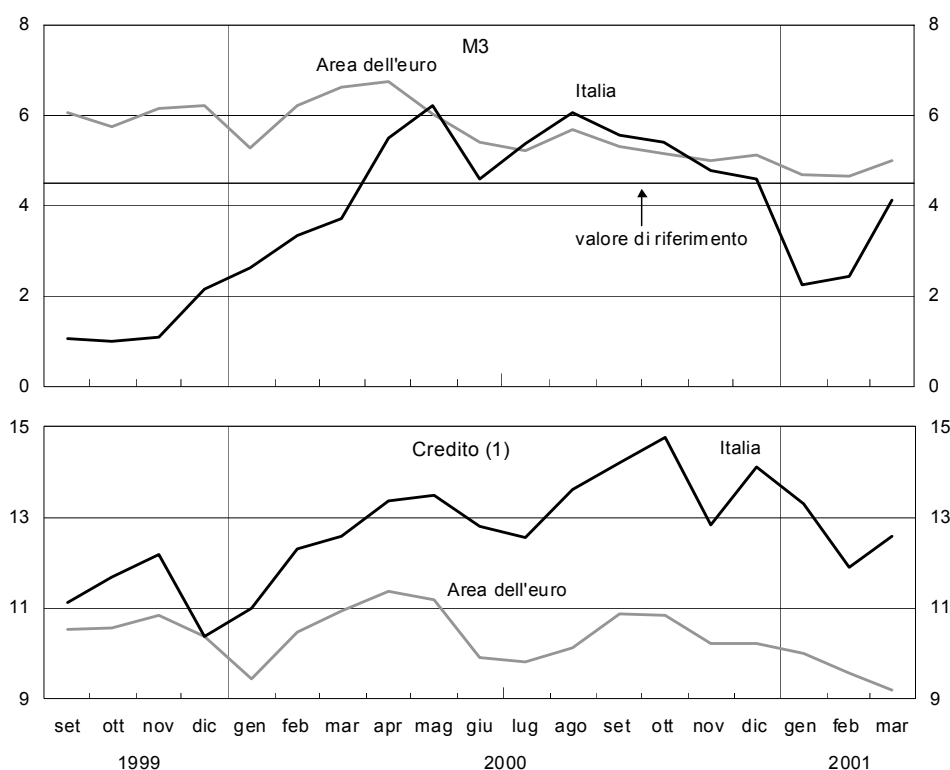
Nel 2000 la crescita della moneta M3 si è mantenuta al di sopra del valore di riferimento del 4,5 per cento. La media mobile trimestrale del tasso di

crescita sui dodici mesi è stata pari al 5,1 per cento in dicembre. L'espansione dell'aggregato ha raggiunto un massimo in aprile (6,7 per cento sui dodici mesi; fig. D6); è poi sensibilmente rallentata. Dal gennaio 2001 la M3 include il contributo della Grecia, che ha adottato l'euro il primo del mese.

Fig. D6

AGGREGATI MONETARI E CREDITIZI NELL'AREA DELL'EURO E CONTRIBUTO ITALIANO

(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: Banca centrale europea e Banca d'Italia.

(1) Finanziamenti in euro e nelle altre valute, sotto forma di prestiti e acquisti di obbligazioni, azioni e partecipazioni, concessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) a residenti nell'area dell'euro diversi da Amministrazioni pubbliche e IFM.

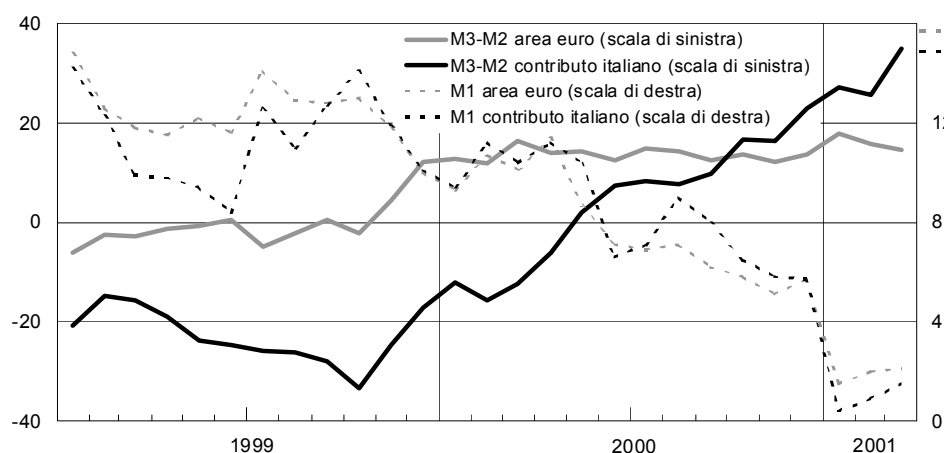
L'andamento della M3 ha riflesso il rallentamento delle componenti più liquide: la M1 ha decelerato al 5,7 per cento sui dodici mesi in dicembre, dal 10,0 nello stesso mese del 1999. Vi ha contribuito l'aumento del costo opportunità della moneta: nel corso del 2000 il differenziale tra i rendimenti del mercato monetario e quello della M3 è salito di circa un punto percentuale. La notevole accelerazione registrata dalle componenti meno liquide dell'aggregato non è stata sufficiente a compensare la diminuzione della M1 (fig. D7).

Alla crescita registrata dalla moneta hanno anche concorso fattori di natura statistica. Lo schema di rilevazione utilizzato dall'Eurosistema per la costruzione degli aggregati

monetari e creditizi non permette di distinguere con precisione, all'interno degli strumenti negoziabili emessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie dell'area, la quota detenuta da non residenti, che andrebbe esclusa dalla M3. La BCE ha recentemente stimato che gli acquisti di quote di fondi monetari da parte di non residenti nell'area hanno determinato una distorsione di segno positivo del tasso di crescita di M3, attualmente valutabile in circa mezzo punto percentuale. Analoghi approfondimenti statistici sono in corso per quanto riguarda gli altri strumenti negoziabili.

Fig. D7

COMPONENTI DELLA MONETA M3
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: Banca centrale europea e Banca d'Italia.

Alla luce degli andamenti del 2000, in dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha mantenuto invariate le stime delle grandezze sottostanti la definizione del valore di riferimento per la crescita di M3 nel medio periodo, confermato al 4,5 per cento. In particolare, la crescita del prodotto potenziale dell'area si collocherebbe tra il 2,0 e il 2,5 per cento annuo, la diminuzione della velocità di circolazione sarebbe tra lo 0,5 e l'1,0 per cento all'anno.

Il declino tendenziale della velocità di circolazione della moneta è una caratteristica comune a molti paesi dell'area dell'euro; il fenomeno potrebbe riflettere l'innovazione finanziaria e la diffusione di nuovi strumenti per l'effettuazione delle transazioni, che possono avere effetti rilevanti sulla domanda di mezzi di pagamento. La stima della domanda di moneta può risultare distorta qualora non si tenga conto di questi processi.

Recenti analisi indicano che negli anni novanta la diffusione degli ATM e dei POS nelle province italiane ha diminuito il costo implicito di utilizzo dei conti correnti quale mezzo di pagamento, contribuendo in misura significativa alla loro espansione. Tenendo conto della diffusione di queste nuove tecnologie, la stima dell'elasticità al reddito della domanda di conti correnti si riduce notevolmente, fino a risultare statisticamente non diversa dall'unità. Ciò conferma che la diminuzione della velocità di circolazione di questi strumenti è in larga parte spiegata dall'introduzione delle nuove tecnologie. L'impatto di queste innovazioni sugli aggregati monetari più ampi potrebbe essere più contenuto, in presenza di effetti di segno opposto su altre componenti, in particolare sul circolante. Ciononostante,

questo risultato contribuisce a spiegare perché le stime dell'elasticità al reddito della M3 risultano normalmente superiori all'unità.

La crescita sui dodici mesi del contributo italiano alla M3 dell'area è stata del 4,6 per cento nel 2000. Gli andamenti dei diversi strumenti sono stati analoghi a quelli registrati nell'area. La forte espansione delle componenti meno liquide (i pronti contro termine sono cresciuti del 34,5 per cento) si è contrapposta alla decelerazione del circolante, dei depositi in conto corrente e di quelli rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. Nei primi mesi del 2001 il contributo italiano ha registrato un rallentamento, legato alla decelerazione dei depositi in conto corrente in gennaio, in parte riconducibile a un mutamento del profilo stagionale.

Il rialzo dei tassi avvenuto nel 2000 potrebbe aver indotto i risparmiatori italiani a reinvestire con maggiore rapidità che in passato il flusso di interessi maturati sui conti correnti alla fine di dicembre. L'analisi dei dati relativi agli ultimi dieci anni rivela che il calo stagionale dei conti correnti in gennaio è risultato relativamente modesto nel 1999 e nel 2000, anni in cui il costo opportunità di detenere scorte liquide si è collocato su valori storicamente assai contenuti; la diminuzione registrata dai conti correnti nel gennaio 2001 risulta invece analoga, in valore, a quelle che avevano caratterizzato gli anni 1991-98.

Nel 2000 i finanziamenti erogati dalle Istituzioni finanziarie monetarie al settore privato nell'area dell'euro sono cresciuti del 10,2 per cento. I dati disaggregati per settore di destinazione, disponibili con frequenza trimestrale, segnalano una pronunciata accelerazione dei prestiti alle imprese non finanziarie (al 10,7 per cento in dicembre, dal 5,9 nello stesso mese del 1999), a fronte di un lieve rallentamento di quelli alle famiglie.

In Italia i finanziamenti totali al settore privato sono aumentati del 13,5 per cento (13,6 nel 1999; tav. D1). La crescita del credito all'economia è stata trainata da una elevata domanda di prestiti a breve termine da parte delle imprese, in accelerazione rispetto all'anno precedente, e da una domanda di mutui proveniente dalle famiglie ancora sostenuta. Forte è stato il rallentamento dei fondi provenienti dall'estero (cfr. i capitoli: *Le banche e gli altri intermediari creditizi* e *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese*).

Le attività finanziarie complessive del settore privato, al netto delle azioni detenute direttamente, sono aumentate del 5,8 per cento, risultato di un lieve aumento della componente interna (3,4 per cento) e di un'espansione ancora sostenuta di quella estera (13,0 per cento), attribuibile principalmente all'attività di investimento dei fondi comuni (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*).

Variazioni nel valore della ricchezza finanziaria possono influenzare in misura rilevante la dinamica dei consumi delle famiglie. Nei paesi del Gruppo dei Sette l'impatto sul

consumo di un aumento del 10,0 per cento nelle quotazioni azionarie sarebbe positivo e compreso tra lo 0,1 e lo 0,7 per cento, a seconda delle stime; gli effetti appaiono maggiori per gli Stati Uniti e per il Regno Unito, inferiori per i paesi europei. La rilevanza quantitativa degli effetti potrebbe essere aumentata negli ultimi anni, in seguito alla maggiore diffusione del possesso azionario e alla considerevole crescita dei valori di borsa. L'effetto delle quotazioni azionarie sui consumi potrebbe amplificare la trasmissione degli impulsi di politica monetaria.

Analisi recenti mostrano che nei paesi del Gruppo dei Sette aumenti non sistematici dei tassi d'interesse a breve termine hanno un effetto negativo e statisticamente significativo sull'andamento degli indici di borsa; questo effetto differisce tra paesi in termini quantitativi e di durata. Nella media dei paesi considerati, un aumento di un punto percentuale dei tassi provocherebbe dopo due mesi una contrazione degli indici azionari superiore al 2 per cento. Gli effetti sono più persistenti nei mercati giapponese, italiano, inglese e canadese (oltre dieci mesi); sono di durata inferiore in quelli statunitense, tedesco e francese (meno di quattro mesi). Diminuzioni dei tassi d'interesse in Giappone sembrano, inoltre, determinare effetti positivi sui mercati azionari degli altri principali paesi.

Tav. D1

CREDITO E ATTIVITÀ FINANZIARIE IN ITALIA (1)
(dati di fine periodo; valori percentuali)

Voci	Variazioni percentuali sui 12 mesi		Quote percentuali delle consistenze	
	Dicembre 1999	Dicembre 2000 (5)	Dicembre 1999	Dicembre 2000 (5)
Credito totale	6,0	6,3	100,0	100,0
Debito delle Amministrazioni pubbliche (2) ...	1,2	1,3	58,8	56,2
Finanziamenti totali agli "altri residenti"	13,6	13,5	41,2	43,8
Prestiti bancari	10,6	14,4	35,3	37,7
Obbligazioni	6,9	30,3	0,6	0,6
Dall'estero	40,0	6,4	5,4	5,6
Attività finanziarie (3)	5,8	5,8	100,0	100,0
Sull'interno	-2,7	3,4	74,6	73,2
Attività monetarie, altri depositi e BOT	-1,9	2,9	40,6	39,4
Titoli a medio e a lungo termine	-3,0	4,6	31,7	31,6
Altre attività finanziarie (4)	-12,6	-3,6	2,3	2,1
Sull'estero	45,7	13,0	25,4	26,8

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. I dati relativi ai conti con l'estero potranno essere soggetti a revisioni una volta completata la riforma delle statistiche di bilancia dei pagamenti diretta a recepire i nuovi standard dell'FMI. - (2) Secondo la definizione della UE. - (3) Il settore detentore delle attività finanziarie comprende tutti i soggetti residenti in Italia che non rientrano tra le IFM o le Amministrazioni pubbliche centrali. - (4) Includono i depositi cauzionali di imprese e le azioni detenute dai fondi comuni non monetari. - (5) Dati provvisori.

La gestione operativa della politica monetaria unica

L'8 giugno del 2000 il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito che le operazioni di rifinanziamento principali, a partire da quella con regolamento

28 giugno, siano effettuate mediante aste a tasso variabile, anziché a tasso fisso. Il nuovo meccanismo prevede che il Consiglio determini, oltre alla quantità complessiva di fondi da distribuire, come già avveniva, un tasso minimo di offerta. Tale tasso ha assunto il ruolo di principale indicatore dell'orientamento della politica monetaria, svolto nel precedente regime dal tasso fisso. Il tasso di aggiudicazione medio e quello marginale (il più basso a cui vengono assegnati i fondi) sono determinati dall'interazione tra domanda e offerta. Il nuovo meccanismo d'asta permette di ridurre l'eccedenza della domanda di fondi rispetto alla quantità offerta che caratterizzava il regime precedente.

Nel 2000 le riserve in eccesso detenute dal sistema bancario presso le banche centrali nazionali dell'Eurosistema sono risultate in media pari allo 0,65 per cento della riserva obbligatoria, contro lo 0,98 nel 1999; nei primi quattro mesi del 2001 sono scese in media allo 0,51 per cento (tav. D2). La volatilità dei tassi d'interesse del mercato monetario è rimasta contenuta; la deviazione standard delle variazioni giornaliere del tasso Eonia è stata pari a 0,12 punti percentuali. La dispersione dei rendimenti tra i segmenti nazionali del mercato monetario dell'area si è mantenuta trascurabile.

Tav. D2

INDICATORI DEL MERCATO MONETARIO

(dati medi per il periodo indicato)

Voci	1999 (aste a tasso fisso)	2000		2001 1° gen. - 30 apr. (aste a tasso variabile)	
		1° gen. - 26 giu. (aste a tasso fis- so)	27 giu. - 31 dic. (aste a tasso variabile)		
Operazioni di rifinanziamento principali					
Percentuale di riparto (1)	10,8	32,1	2,7	58,2	71,5
Numero di partecipanti per asta					
Area dell'euro	776	721	814	640	491
Italia	40	41	44	37	30
Quota Italia (2)	13,8	15,5	19,2	12,3	9,4
Volatilità del tasso Eonia (3) . . .	13,6	12,0	14,2	9,4	14,2
Differenza tra Eonia e tasso d'asta (4)	6,1	5,5	10,2	1,3	5,6
Riserve in eccesso (5)					
Area dell'euro	0,98	0,65	0,68	0,61	0,51
Italia	0,59	0,49	0,48	0,49	0,43

(1) Rapporto percentuale fra quantità assegnata e domandata. - (2) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. - (3) Deviazione standard delle differenze giornaliere; centesimi di punto percentuale. - (4) Differenza media tra il tasso Eonia e il tasso delle operazioni di rifinanziamento principali (tasso fisso fino al 26 giugno 2000; successivamente tasso medio); centesimi di punto percentuale. - (5) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso.

Le banche dei paesi dell'area, al fine di gestire in maniera efficiente la liquidità all'interno del periodo di mantenimento, accrescono la domanda di fondi quando l'overnight è

relativamente basso e la riducono nel caso contrario, contribuendo così a stabilizzare le fluttuazioni giornaliere dei tassi d'interesse a brevissimo termine. Secondo un'analisi econometrica, la domanda di saldi di fine giornata sui conti di riserva da parte delle banche dipende negativamente dal tasso d'interesse Eonia corrente e dal livello medio dei saldi accumulati dall'inizio del periodo di mantenimento. L'efficienza delle banche nella gestione della tesoreria è confermata dall'analisi dell'andamento dell'Eonia, che è privo di stagionalità all'interno del periodo.

I risultati ottenuti suggeriscono inoltre che l'elasticità della domanda di riserve ai tassi d'interesse si riduce con l'avvicinarsi della fine del periodo di mantenimento, com'è implicito nel funzionamento efficiente di un sistema di mobilitazione della riserva obbligatoria. L'aumento di un punto percentuale dell'Eonia riduce la domanda di riserve dello 0,4 per cento all'inizio del periodo di mantenimento, dello 0,3 per cento a una settimana dalla fine; la domanda diviene completamente anelastica negli ultimi due-tre giorni del periodo. Corrispondentemente, un drenaggio di liquidità pari al 3 per cento del totale dei depositi si accompagna a un aumento del tasso Eonia di meno di un decimo di punto all'inizio del periodo; negli ultimi due-tre giorni fa aumentare l'Eonia fino al limite costituito dal tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale.

Il grado di elasticità della domanda di riserve all'Eonia non è tuttavia omogeneo nei diversi paesi dell'area; in Italia tale parametro assume il valore assoluto più elevato, pari all'1,5 per cento all'inizio del periodo di mantenimento, a riprova della elevata efficienza del nostro mercato monetario.

Nel 2000 attraverso le operazioni di rifinanziamento principali sono stati immessi fondi netti pari a una media giornaliera di 159 miliardi di euro; le controparti italiane hanno ricevuto finanziamenti pari in media al 15,5 per cento del totale, valore leggermente superiore alla quota di riserva obbligatoria facente capo al nostro sistema bancario. Con l'adozione del meccanismo del tasso variabile, il numero dei partecipanti alle aste si è ridotto in media a 640, rispetto agli 800 del precedente regime; una ulteriore diminuzione si è registrata nei primi mesi del 2001. Vi ha contribuito la minore convenienza ad approvvigionarsi di liquidità in asta piuttosto che sul mercato: dopo il passaggio al nuovo meccanismo d'asta, il differenziale fra il tasso Eonia e il tasso medio di aggiudicazione alle aste è stato di soli 0,01 punti percentuali, contro lo 0,10 tra gennaio e giugno.

Nei primi mesi del 2001 la domanda di fondi alle aste delle operazioni di rifinanziamento principali è risultata relativamente ridotta, riflettendo aspettative di una successiva diminuzione dei tassi ufficiali. In alcune occasioni la limitata quantità di fondi aggiudicata in asta ha determinato l'aumento dell'Eonia, poi annullatosi con il termine del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

La consistenza media giornaliera dei fondi distribuiti nell'area mediante operazioni di rifinanziamento a più lungo termine è stata pari nel 2000 a 58 miliardi di euro. La partecipazione delle banche italiane a queste operazioni è stata molto limitata: in media 12 banche si sono aggiudicate una quota attorno all'1 per cento dei fondi distribuiti.

Il ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti (deposito overnight e rifinanziamento marginale) è risultato modesto nel 2000, rispettivamente pari in media allo 0,5 e 0,3 per cento della consistenza della riserva obbligatoria (0,8 e 1,0 per cento nel 1999). Valori ancora più contenuti sono stati registrati in media nel nostro paese (0,3 e 0,1 per cento, rispettivamente).

Nel corso del 2000 sono state effettuate due operazioni di *fine-tuning*. La prima, del 5 gennaio, ha permesso di riassorbire l'abbondante liquidità che era stata creata alla fine dell'anno precedente per evitare possibili tensioni derivanti da problemi informatici connessi con la transizione al 2000. Con la seconda, in giugno, l'Eurosistema ha immesso liquidità per 7 miliardi di euro, dopo che un ingente e inatteso deposito di fondi overnight presso una banca centrale dell'Eurosistema aveva determinato un forte aumento dei tassi di interesse a brevissimo termine.

In Italia il mercato telematico dei depositi interbancari e-MID ha registrato un'espansione nel corso dell'anno. I volumi scambiati giornalmente sul segmento overnight, che rappresentano più del 70 per cento del totale, sono aumentati a 12 miliardi di euro, da 9,6 nel 1999. Tale aumento è in parte riconducibile all'ingresso sul mercato di operatori non residenti. I dati disponibili per il 2001 mostrano un'ulteriore crescita della quota facente capo a questi operatori (cfr. il paragrafo della sezione G: *Il mercato interbancario dei depositi*).

IL RISPARMIO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE E IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE

Nel 2000 il risparmio finanziario delle famiglie è salito dal 4,8 al 5,0 per cento del PIL (tav. D3). Tra le attività, è diminuito il peso delle quote di fondi comuni, mentre è proseguita l'espansione degli investimenti netti all'estero. Tra le passività, l'indebitamento a medio e a lungo termine, pur rallentando rispetto al 1999, ha continuato a crescere, alimentato dalla domanda di beni di consumo durevole.

In rapporto al valore aggiunto, nel 2000 la redditività operativa delle imprese non finanziarie è rimasta stabile sui valori elevati conseguiti dalla seconda metà degli anni novanta. L'aumento dei tassi di interesse ha contribuito alla crescita degli oneri finanziari netti, al 4,7 per cento del valore aggiunto (3,9 nel 1999). Nel 2000, sempre in rapporto al valore aggiunto, l'autofinanziamento si è mantenuto sui livelli elevati registrati nel biennio precedente. In presenza di una forte accelerazione degli investimenti, il fabbisogno finanziario delle imprese ha raggiunto il 5,1 per cento del PIL (1,0 nel 1999).

Sulla base degli ultimi dati disponibili, relativi a 35.000 aziende censite nella Centrale dei bilanci, nel 1999 gli utili netti in rapporto al patrimonio erano pari al 10 per cento, in linea con i valori elevati della fine degli anni ottanta.

La consistenza delle attività finanziarie complessive del Paese è stata pari nel 2000 a 15.780.000 miliardi di lire e a 7,0 volte il PIL (14.721.300 miliardi e 6,9 volte il PIL nel 1999).

Nel settembre del 2000 è stato completato l'adeguamento dei conti finanziari dell'Italia ai criteri previsti dal sistema SEC95. Contemporaneamente sono state introdotte numerose innovazioni relative alle fonti statistiche e alle metodologie di calcolo. I nuovi dati, pubblicati nel Supplemento al Bollettino Statistico del 27 ottobre 2000, presentano sostanziali differenze rispetto a quelli calcolati in precedenza. Le principali modifiche introdotte dai nuovi criteri contabili riguardano: l'inclusione nel settore delle Società non finanziarie delle società di persone con meno di 20 addetti e delle imprese individuali con addetti tra le 5 e le 20 unità, in precedenza classificate nel settore delle Famiglie, modifica già recepita

nella Relazione sull'anno 1998; l'utilizzo del valore di mercato per la valutazione delle consistenze di attività e passività finanziarie; il principio della competenza economica, in luogo di quello della cassa, per la registrazione delle transazioni. Le innovazioni di maggiore portata dovute alla revisione delle metodologie hanno riguardato: il valore delle azioni e delle partecipazioni, ora stimato utilizzando informazioni riferite al complesso delle società di capitali, anziché a campioni; i depositi e gli impieghi delle Istituzioni finanziarie monetarie, ora riferiti all'intero universo delle banche; la quantificazione dei crediti e dei debiti commerciali sull'interno.

Tav. D3

SALDI FINANZIARI DEL PAESE (1)
(miliardi di lire, milioni di euro e valori percentuali)

Settori	1997	1998	1999		2000	
	lire	lire	lire	euro	lire	euro
Famiglie	134.767	95.859	102.377	52.873	114.008	58.880
di cui: con l'estero	48.217	50.393	63.953	33.029	61.805	31.920
Società non finanziarie	-5.515	-28.026	-21.909	-11.315	-115.157	-59.474
di cui: con l'estero	6.501	9.533	7.628	3.939	7.445	3.845
Amministrazioni pubbliche	-60.035	-62.504	-35.373	-18.269	-5.622	-2.904
di cui: con l'estero	-104.966	-144.475	-185.676	-95.894	-97.728	-50.472
Istituzioni finanziarie monetarie	6.947	27.832	11.635	6.009	52.017	26.865
di cui: con l'estero	20.576	-35.548	-64.245	-33.180	-45.697	-23.600
Altri intermediari finanziari (2) .	-10.182	5.560	-1.445	-746	-27.909	-14.414
di cui: con l'estero	82.683	141.108	170.596	88.106	68.439	35.346
Imprese di assicurazione (3) ..	-15.948	-14.466	-41.355	-21.358	-27.315	-14.107
di cui: con l'estero	-2.977	3.244	21.676	11.195	-4.246	-2.193
Resto del mondo	-50.034	-24.254	-13.932	-7.195	9.982	5.155
	<i>In percentuale del PIL</i>					
Famiglie	6,8	4,6	4,8		5,0	
di cui: consumatrici	8,3	6,1	6,3		6,3	
Società non finanziarie	-0,3	-1,3	-1,0		-5,1	
Amministrazioni pubbliche	-3,0	-3,0	-1,6		-0,2	
Istituzioni finanziarie (4)	-1,0	0,9	-1,5		-0,1	
Resto del mondo	-2,5	-1,2	-0,7		0,4	
	<i>In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (5)</i>					
Famiglie	4,4	2,8	2,9		3,4	
di cui: consumatrici	6,0	4,3	4,4		4,6	
Società non finanziarie	0,3	-0,9	-0,4		-4,5	
Amministrazioni pubbliche	-0,9	-1,3	0,3		1,3	

Fonte: Banca d'Italia.
(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Sono inclusi gli ausiliari finanziari. - (3) Sono inclusi i fondi pensione. - (4) Istituzioni finanziarie monetarie, altri intermediari finanziari e imprese di assicurazione. - (5) Nel calcolo della correzione per l'inflazione sono considerati soltanto gli strumenti finanziari denominati in lire aventi valore monetario fisso alla scadenza.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

Nel 2000 il risparmio finanziario del settore delle famiglie, che comprende le famiglie consumatrici e le imprese individuali fino a 5 addetti, è cresciuto a 114.000 miliardi di lire (58,9 miliardi di euro; tav. D4), da 102.400 miliardi nel 1999. Il risparmio finanziario delle sole famiglie consumatrici è rimasto stabile al 6,3 per cento del PIL.

Tenendo conto della perdita di potere d'acquisto determinata dall'inflazione sulla consistenza delle attività finanziarie nette, nel 2000 il saldo finanziario delle famiglie consumatrici è risultato pari al 4,6 per cento del PIL; la perdita da inflazione è stata pertanto pari all'1,7 per cento del PIL (1,9 nel 1999).

Il flusso delle attività finanziarie è stato pari a 188.000 miliardi di lire (97,1 miliardi di euro), contro 182.800 nel 1999.

Nel portafoglio titoli si è registrato un considerevole spostamento dai titoli a breve termine (scesi di 8.400 miliardi) a quelli a medio e a lungo termine (cresciuti di 56.300 miliardi, a fronte di una riduzione di 43.300 nel 1999); vi hanno contribuito il livello contenuto dei tassi di interesse a breve termine e la politica di offerta del Tesoro, volta ad allungare la scadenza dei titoli emessi. Il circolante e i depositi a vista sull'interno sono cresciuti di 18.700 miliardi, dopo l'espansione di 36.700 miliardi nel 1999. La crescita dei depositi postali vincolati e la minore contrazione dei certificati di deposito (CD) bancari hanno determinato un'accelerazione degli "altri depositi", cresciuti di 15.500 miliardi dopo il forte calo del 1999. Nel complesso il peso del circolante, dei depositi e dei titoli sul totale delle attività finanziarie è cresciuto al 44,0 per cento dal 42,4 del 1999.

Le quote di fondi comuni italiani hanno registrato una forte decelerazione (da 141.900 miliardi nel 1999 a 11.400 nel 2000), concentrata nella componente obbligazionaria (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*). Le azioni e le partecipazioni italiane detenute in via diretta si sono ridotte di 41.200 miliardi (-10.900 nel 1999).

È proseguito il processo di diversificazione internazionale del portafoglio delle famiglie. Gli investimenti in azioni e partecipazioni estere sono stati pari a 34.300 miliardi; erano stati di 16.700 miliardi nel 1999. Ancora sostenuta è risultata la crescita dei fondi comuni esteri (28.000 miliardi, a fronte di 34.500 nel 1999), in ampia misura facenti capo a società controllate da intermediari italiani localizzate in altri paesi dell'area dell'euro (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*). Nel complesso, il flusso netto di attività finanziarie sull'estero è ammontato a 61.800 miliardi, a fronte di 64.000 nel 1999.

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE ITALIANE (1)
(miliardi di lire, milioni di euro e composizione percentuale)

Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi			
	Dicembre 2000			1999		2000	
	lire	euro	Composizione percentuale	lire	euro	lire	euro
ATTIVITÀ							
Biglietti e depositi a vista	744.582	384.544	14,8	36.652	18.929	18.747	9.682
Altri depositi	509.444	263.106	10,1	-31.907	-16.477	15.487	7.998
<i>Bancari</i>	202.789	104.732	4,0	-58.476	-30.200	-1.687	-871
<i>Postali</i>	306.655	158.374	6,1	26.569	13.722	17.174	8.869
Titoli a breve termine	48.636	25.118	1,0	-42.529	-21.965	-8.553	-4.417
Titoli a medio e a lungo termine	758.653	391.811	15,1	-61.400	-31.711	54.526	28.161
di cui: <i>di Stato</i>	366.092	189.071	7,3	-65.389	-33.771	29.607	15.291
Quote di fondi comuni	813.245	420.006	16,1	141.942	73.307	11.363	5.868
Azioni e partecipazioni	1.028.105	530.972	20,4	-10.926	-5.642	-41.182	-21.269
Attività sull'estero	477.047	246.375	9,5	63.953	33.028	61.803	31.920
di cui: <i>titoli a breve termine</i>	1.779	919	0,0	-2.044	-1.055	192	99
<i>titoli a medio</i>							
<i>e a lungo termine</i>	153.520	79.287	3,0	18.145	9.371	1.767	913
<i>azioni</i>							
<i>e partecipazioni</i> . .	213.459	110.242	4,2	16.742	8.646	34.302	17.716
<i>quote di fondi</i>							
<i>comuni</i>	96.248	49.708	1,9	34.544	17.840	28.008	14.465
Riserve per premi							
di assicurazione (2)	599.376	309.552	11,9	77.558	40.056	70.064	36.185
Altre attività (3)	58.445	30.184	1,1	9.425	4.867	5.769	2.979
Totale attività	5.037.533	2.601.669	100	182.769	94.392	188.025	97.107
PASSIVITÀ							
Debiti a breve termine (4)	102.325	52.846	15,1	5.223	2.697	6.168	3.186
di cui: <i>bancari</i>	101.002	52.163	14,9	5.443	2.811	5.734	2.962
Debiti a medio e a lungo termine (5)	407.207	210.305	60,1	60.490	31.240	46.222	23.872
di cui: <i>bancari</i>	368.019	190.066	54,4	59.537	30.748	42.239	21.815
Altre passività finanziarie (6) .	167.547	86.531	24,8	14.679	7.581	21.626	11.169
Totale passività	677.079	349.682	100	80.392	41.519	74.017	38.227
Saldo	4.360.454	2.251.987		102.377	52.873	114.008	58.880

Fonte: Banca d'Italia.

(1) Sono incluse le famiglie consumatrici, le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e le imprese individuali fino a 5 addetti. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Includono sia le riserve assicurative dei rami vita e danni, sia i fondi pensione. - (3) Includono i crediti commerciali e altre partite minori. - (4) Includono i finanziamenti da società di factoring. (5) Includono i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. - (6) Includono i Fondi TFR e altre partite minori.

Nel 2000 il peso delle azioni e delle quote di fondi comuni italiani ed esteri sul complesso delle attività finanziarie delle famiglie è sceso dal 45,6 al 42,6 per cento, interrompendo la fase di sostenuto aumento in atto dal 1996.

Tra la fine del 1995 e quella del 1999 la crescita della quota di azioni e fondi comuni nel portafoglio delle famiglie italiane è risultata pari a oltre ventisette punti percentuali, ed è stata in parte determinata dall'ascesa dei corsi borsistici. Un aumento della quota di queste attività, seppure più ridotto, si è registrato anche negli altri principali paesi dell'area dell'euro, negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre in Giappone l'incidenza sul totale delle attività finanziarie è rimasta stabile (tav. D5). Alla fine del 1999 il peso di azioni e quote di fondi comuni sul totale delle attività risultava in Italia inferiore di circa tre punti percentuali a quello osservato in Francia, di oltre cinque rispetto alla Spagna e agli Stati Uniti e superiore di oltre diciotto alla Germania. Nel Regno Unito, la minore incidenza delle quote di fondi comuni e delle azioni è spiegata dal peso elevato (oltre il 50 per cento del totale delle attività finanziarie) degli investimenti effettuati dalle famiglie presso fondi pensione e assicurazioni private.

Tav. D5

COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE (1)

(dati di fine periodo)

Paesi	Anni	Circolante e depositi	Obbligazioni	Azioni e fondi comuni (2)	Altre attività (3)	Per memoria:	
						Attività finanziarie	Passività finanziarie
		(consistenze; quote percentuali sul totale)				(consistenze; in rapporto al PIL)	
Francia	1995	36,0	5,1	34,1	24,8	1,60	0,41
	1999	25,3	1,8	48,4	24,5	2,42	0,44
Germania	1995	41,7	13,5	18,0	26,8	1,50	0,64
	1999	35,2	10,1	27,2	27,5	1,81	0,73
Giappone (4) . . .	1995	51,7	7,1	10,9	30,3	2,45	0,81
	1999	53,8	4,7	10,7	30,8	2,71	0,77
Italia (5)	1995	40,3	30,6	18,4	10,7	1,84	0,22
	1999	25,4	17,0	45,6	12,0	2,27	0,28
Regno Unito	1995	24,2	1,6	19,5	54,7	2,72	0,74
	1999	19,7	1,3	22,8	56,2	3,45	0,77
Spagna	1995	52,0	3,5	28,5	16,0	1,37	0,41
	1999	33,1	1,8	51,4	13,7	2,00	0,56
Stati Uniti (6) . . .	1995	15,2	8,9	45,2	30,7	2,94	0,69
	1999	11,9	6,5	50,9	30,7	3,81	0,75

Fonte: Eurostat, ove non diversamente specificato in nota.

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Le azioni comprendono anche le partecipazioni. - (3) Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione. - (4) Fonte: Bank of Japan, *Flow of Funds Accounts*. Dati riferiti alle sole famiglie consumatrici. - (5) Fonte: Conti finanziari. - (6) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro. Fonte: Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States*, 1995-2000.

Nel 2000 le passività finanziarie delle famiglie sono aumentate di 74.000 miliardi di lire (38,2 miliardi di euro); l'aumento era stato di 80.400 miliardi nel 1999. I debiti nei confronti delle banche e degli altri intermediari creditizi sono cresciuti di 52.400 miliardi (65.700 nel 1999); quelli a medio e a lungo termine sono aumentati di 46.200 miliardi (60.500 nel 1999).

Tra la fine del 1995 e quella del 1999, ultimo anno per il quale si dispone di dati confrontabili, il rapporto tra le passività finanziarie delle famiglie e il PIL è cresciuto dal 22 al 28 per cento in Italia, un aumento inferiore a quello osservato in Germania e in Spagna. Nonostante tale aumento, le passività finanziarie delle famiglie in percentuale del PIL rimanevano in Italia inferiori a quelle degli altri principali paesi industriali (tav. D5). Le indagini campionarie indicano che le famiglie indebitate erano in Italia il 19 per cento del totale, contro il 43 in Germania e il 74 negli Stati Uniti. Se ai debiti verso banche e società finanziarie si aggiungono quelli verso parenti e amici e i debiti commerciali, la percentuale di famiglie italiane indebitate sale al 25 per cento.

La ragione prevalente che spinge le famiglie italiane a indebitarsi risulta essere l'acquisto e la ristrutturazione di immobili. Nel corso degli anni novanta l'importo medio dei prestiti con questa destinazione è notevolmente aumentato; l'incremento ha riguardato principalmente le famiglie residenti al Nord, quelle il cui capofamiglia è un lavoratore autonomo, ha un'istruzione superiore e un reddito elevato. Una dinamica sostenuta è stata registrata nell'ultimo decennio anche dai finanziamenti per l'acquisto di mezzi di trasporto e dal credito al consumo.

Analisi econometriche indicano che, a parità di altre condizioni, la propensione all'indebitamento è influenzata dall'età di ciascun individuo: le famiglie giovani, con aspettative di crescita sostenuta del reddito e un'alta utilità marginale dei consumi correnti, tendono infatti a esprimere una domanda di credito elevata, che si riduce dopo i 35 anni. La probabilità che una famiglia sia indebitata decresce al crescere del reddito a partire da livelli superiori al valore mediano di quest'ultimo. Per le famiglie con redditi meno elevati, la probabilità di essere indebitate aumenta invece con il reddito: ciò è presumibilmente dovuto al fatto che al crescere del reddito queste famiglie possono più facilmente disporre di fondi propri necessari a coprire la quota di spesa non finanziata dall'intermediario.

L'aleatorietà delle entrate può incidere significativamente sia sulla domanda sia sull'offerta di credito. A parità di altre condizioni, i lavoratori autonomi tendono a essere meno indebitati, pur risultando relativamente più inclini a chiedere prestiti. Sono meno indebitate e anche meno propense a farlo le famiglie con un unico percettore di reddito, quelle il cui capofamiglia è dipendente da un'azienda con meno di 20 addetti, quelle che risiedono in comuni con meno di 20.000 abitanti o in aree caratterizzate da una maggiore incertezza economica. La probabilità che una richiesta di credito sia rifiutata aumenta con l'incertezza sul reddito del richiedente. L'efficacia delle procedure di recupero dei crediti in sofferenza (come ad esempio la quota del credito recuperato dalla banca o i tempi di recupero) risulta una determinante fondamentale della propensione delle banche a offrire finanziamenti alle famiglie.

La diversificazione del portafoglio finanziario delle famiglie

Tra il 1995 e il 1999 in tutti paesi industriali è cresciuto il peso delle attività finanziarie delle famiglie sul PIL. Nel 1999 esse erano pari in Italia al 227 per cento del PIL, valore superiore a quello osservato in Germania e in Spagna, comparabile a quello della Francia, notevolmente inferiore a quello del Regno Unito e degli Stati Uniti.

Il portafoglio della famiglia media italiana risulta, tuttavia, ancora poco diversificato. Sulla base degli ultimi dati delle indagini campionarie condotte dalla Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie, nel 1998 il 61 per cento delle famiglie deteneva soltanto depositi bancari e postali, CD e pronti contro termine (tav. D6); il 7 per cento possedeva anche titoli di Stato italiani, mentre soltanto il 5 per cento deteneva anche altri tipi di attività finanziarie. Considerando le principali classi di attività rischiose, il 5 per cento delle famiglie aveva investito in obbligazioni, il 10 in fondi comuni, l'8 in azioni e partecipazioni, generalmente di società quotate in borsa. Solo l'1 per cento deteneva in via diretta titoli esteri (in prevalenza obbligazioni e titoli di Stato).

La composizione della ricchezza è sbilanciata verso gli immobili: per oltre il 60 per cento delle famiglie proprietarie di immobili (tipologia che copre il 65 per cento del totale del campione) l'investimento nella casa di proprietà superava i tre quarti del patrimonio netto. Tra i pensionati proprietari, il rapporto tra investimento in abitazioni e patrimonio netto superava l'85 per cento, suggerendo che gli anziani sono scarsamente propensi a ricorrere alla vendita di attività immobiliari per finanziare i propri consumi.

La scarsa diversificazione dei portafogli delle famiglie e la preponderanza dell'investimento in attività immobiliari sono fenomeni in contrasto con le indicazioni delle teorie di allocazione del risparmio basate sul modello di portafoglio. Inoltre, il decumulo della ricchezza dopo il pensionamento avviene a tassi sensibilmente inferiori a quelli coerenti con le ipotesi del ciclo vitale, secondo cui i risparmiatori accumulerebbero in età giovanile i mezzi necessari per sostenere i consumi in età avanzata. Le scelte e la composizione del portafoglio delle famiglie possono essere spiegate tenendo espressamente conto della peculiarità dell'investimento in abitazioni, che rappresenta sia una forma di ricchezza, sia un bene di consumo durevole. Le imperfezioni del mercato degli affitti e la scarsa liquidità delle attività immobiliari residenziali possono indurre le famiglie a mantenere immobili in proporzione superiore a quella ottimale.

Il possesso di abitazioni, il valore e la durata di eventuali mutui possono influenzare in notevole misura anche le scelte di investimento in attività finanziarie. Analisi econometriche su dati dell'indagine sui bilanci delle famiglie del 1993, del 1995 e del 1998 indicano che in seguito all'acquisto di un'abitazione, soprattutto se associato all'accensione di un mutuo, le famiglie sono significativamente meno propense a investire in attività rischiose: al crescere della permanenza nell'abitazione di proprietà e alla progressiva estinzione del mutuo aumentano la diversificazione del portafoglio finanziario e la probabilità di investire in attività rischiose. L'analisi indica anche che, una volta tenuto conto del possesso di attività immobiliari, la composizione del portafoglio non dipende dall'età del detentore.

Sul grado di diversificazione del portafoglio finanziario influiscono fattori socio-demografici, quali l'istruzione e il grado di conoscenza degli strumenti finanziari, il tipo di occupazione, il reddito e l'area geografica di residenza della famiglia. Essi riflettono le preferenze di ciascun risparmiatore e la sua attitudine al rischio, nonché la percezione di ciascun operatore riguardo all'evoluzione dei rendimenti finanziari.

DIVERSIFICAZIONE DEL PORTAFOGLIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE
(dati riferiti al 1998; frequenze in valori percentuali)

Caratteristiche socio-demografiche	Quota che detiene attività finanziarie rischiose (1)	Quota che detiene unicamente depositi bancari e postali, CD e pronti contro termine
Istruzione		
Almeno scuola media superiore	32	57
Meno di scuola media superiore	12	64
Occupazione		
Dipendenti pubblici	21	66
Lavoratori autonomi	29	61
Consapevolezza finanziaria		
Informati (2)	33	56
Non informati	6	66
Reddito (3)		
Superiore alla mediana	31	58
Inferiore alla mediana	9	64
Residenza		
Nord	26	59
Centro	17	69
Mezzogiorno	6	61
Dimensione del comune di residenza		
Fino a 20.000 abitanti	15	64
20.000-500.000 abitanti	19	63
Più di 500.000 abitanti	22	57
Età		
25-45	20	66
46-60	22	60
61-75	13	59
Tempo di permanenza nella propria abitazione		
Fino a 3 anni	16	68
3-10 anni	18	64
Più di 10 anni	18	59
Totale . . .	18	61

Fonte: Banca d'Italia.
(1) Obbligazioni, quote di fondi comuni, azioni e partecipazioni italiane ed estere e titoli di stato esteri, gestioni patrimoniali e prestiti a cooperative. Per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione *Note metodologiche*. - (2) Informati: conoscono più di 4 delle attività finanziarie descritte nel questionario. - (3) Per il campione, il valore mediano del reddito disponibile netto annuo delle famiglie, escludendo i redditi da capitale, è pari a 34 milioni di lire.

In particolare, nel 1998 l'82 per cento dei risparmiatori privi di diploma di scuola media superiore possedeva attività prive di rischio (depositi e titoli di Stato); solo il 12 per cento deteneva attività rischiose. Tali valori erano del 96 e 32 per cento rispettivamente tra i risparmiatori in possesso di un grado di istruzione più elevato. Gli impiegati pubblici risultavano relativamente poco propensi a investire in attività rischiose: solo il 21 per cento possedeva titoli rischiosi, contro il 29 per cento dei lavoratori autonomi.

Il grado di diversificazione del portafoglio dipende strettamente, inoltre, dall'accesso a informazioni di carattere finanziario e dall'adeguata conoscenza degli strumenti disponibili: il 33 per cento delle famiglie con un grado di conoscenza finanziaria più elevato detiene attività rischiose, a fronte del 6 per cento di quelle che dispongono di minori informazioni. A livelli di reddito e di ricchezza più elevati corrisponde una maggior probabilità di investire in attività finanziarie rischiose: ciò può riflettere l'esistenza di costi fissi di transazione nell'investimento del risparmio e per la diversificazione del portafoglio. La probabilità di investire in attività rischiose risulta infine correlata positivamente con la dimensione della città di residenza e la localizzazione geografica delle famiglie: nel Nord detiene attività rischiose il 26 per cento delle famiglie, rispetto al 6 per cento nel Mezzogiorno. La rilevanza delle variabili relative all'area di residenza riflette presumibilmente anche fattori legati all'offerta di strumenti finanziari, quali la diffusione degli sportelli bancari.

Il finanziamento e la situazione di liquidità delle imprese

Nel 2000 la redditività operativa delle imprese, misurata dal rapporto tra il margine operativo lordo (MOL) e il valore aggiunto è rimasta sostanzialmente stabile sui valori elevati del 1999. L'aumento dei tassi di interesse ha contribuito alla crescita degli oneri finanziari netti, dopo il forte calo nel triennio precedente (fig. D8). L'indagine della Banca d'Italia sugli investimenti delle imprese dell'industria in senso stretto con più di 50 addetti (Invind) indica che la percentuale delle imprese con bilanci in utile o in pareggio è rimasta elevata nel 2000 (84 per cento, dall'83 per cento nel 1999). In presenza di una forte accelerazione degli investimenti (cfr. il capitolo della sezione B: *La domanda*), il grado di copertura degli investimenti fissi lordi con fonti interne si è ridotto (dal 76 al 71 per cento): il fabbisogno finanziario delle imprese è cresciuto a 115.200 miliardi di lire (59,5 miliardi di euro; tav. D7), contro i 21.900 miliardi del 1999.

I dati del campione di circa 35.000 imprese della Centrale dei bilanci, disponibili fino al 1999, mostrano differenze tra gruppi di imprese nel rapporto tra autofinanziamento e investimenti; per le imprese di piccola e media dimensione (con meno di 200 addetti) il rapporto è stato pari, nella media del periodo 1996-99, al 77 per cento, contro oltre il 90 per cento per le imprese con più di 200 addetti. A tale caratteristica si associa un rapporto tra investimenti e totale dell'attivo inferiore per le imprese piccole e medie.

L'esistenza di differenze nel grado di copertura degli investimenti con fonti interne e nella struttura finanziaria può determinare eterogeneità nella risposta delle imprese alle manovre di politica monetaria. In Italia le restrizioni monetarie del 1992 e del 1995 hanno avuto effetti sensibilmente differenziati per i diversi gruppi di imprese. Nel 1992 per il complesso del campione il rialzo dei tassi di interesse si tradusse in una brusca riduzione dell'autofinanziamento (sceso al 6,4 per cento del totale dell'attivo dal 7,5 del 1991). Nell'anno successivo si registrò un calo della spesa per investimenti (dal 6,5 per cento del totale dell'attivo nel 1992 al 5,2), che risultò più pronunciato per le imprese del settore dei servizi; tra le imprese manifatturiere, l'impatto risultò minore per quelle esportatrici, favorite dalla svalutazione della lira. Nel 1996 si registrò un calo dell'autofinanziamento per il complesso del campione; la riduzione della spesa per investimenti risultò più accentuata per le imprese di piccola e media dimensione del settore manifatturiero.

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE ITALIANE (1)
(miliardi di lire, milioni di euro e composizione percentuale)

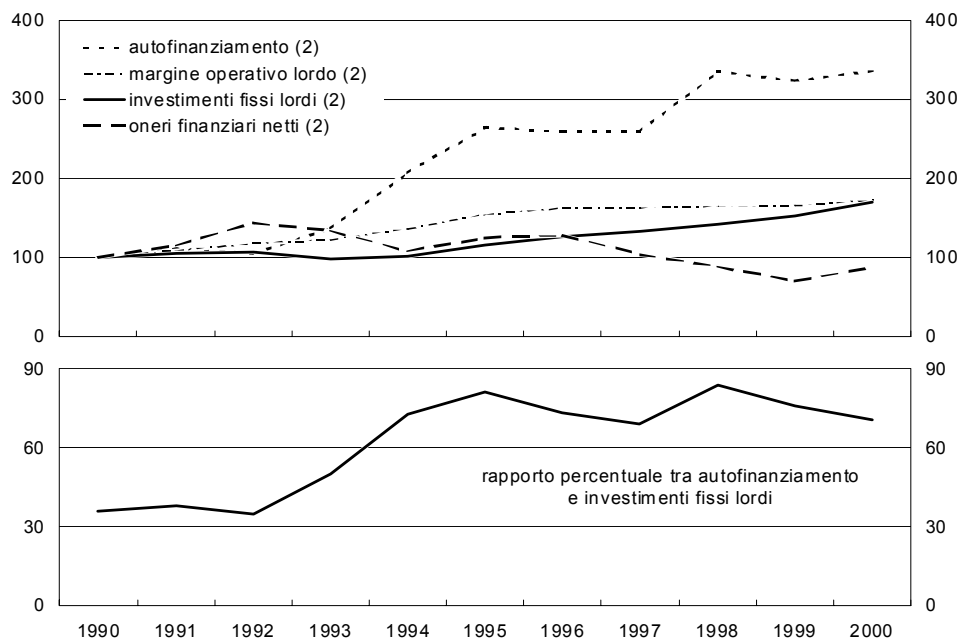
Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi			
	Dicembre 2000			1999		2000	
	lire	euro	Compo- sizione percen- tuale	lire	euro	lire	euro
ATTIVITÀ							
Biglietti e depositi a vista	187.132	96.646	8,5	19.297	9.966	20.848	10.767
Altri depositi	21.572	11.141	1,0	-5.882	-3.038	6.717	3.469
di cui: <i>bancari</i>	19.761	10.206	0,9	-5.928	-3.062	6.658	3.439
Titoli a breve termine	461	238	0,0	-3.747	-1.935	-887	-458
Titoli a medio e a lungo termine	59.275	30.613	2,7	-2.157	-1.114	3.278	1.693
di cui: <i>di Stato</i>	32.742	16.910	1,5	-5.518	-2.850	-1.576	-814
Azioni e partecipazioni	870.834	449.748	39,4	107.292	55.412	25.450	13.144
Quote di fondi comuni	11.310	5.841	0,5	1.974	1.020	158	82
Crediti commerciali	404.226	208.765	18,3	9.899	5.113	13.476	6.960
Altre attività finanziarie (2) . . .	96.240	49.704	4,4	3.707	1.914	-12.119	-6.259
Attività sull'estero	557.198	287.769	25,2	68.738	35.500	31.092	16.058
di cui: <i>crediti commerciali</i> . .	115.620	59.713	5,2	17.919	9.254	14.084	7.274
<i>obbligazioni</i>	60.925	31.465	2,8	13.492	6.968	-1.326	-685
<i>azioni e partecipazioni</i>	263.312	135.989	11,9	6.163	3.183	9.750	5.036
Totale attività	2.208.249	1.140.465	100,0	199.120	102.837	88.015	45.456
PASSIVITÀ							
Passività sull'interno	3.362.199	1.736.431	85,7	159.920	82.592	179.525	92.717
Debiti a breve termine (3) . . .	571.974	295.400	14,6	7.883	4.071	84.923	43.859
di cui: <i>bancari</i>	522.101	269.643	13,3	8.131	4.199	69.799	36.048
Debiti a medio e a lungo termine (4)	478.911	247.337	12,2	31.221	16.124	41.317	21.339
di cui: <i>bancari</i>	393.028	202.982	10,0	38.982	20.132	42.398	21.897
Azioni e partecipazioni	1.711.689	884.014	43,5	88.770	45.846	23.205	11.984
Debiti commerciali	426.557	220.298	10,9	18.566	9.589	17.568	9.073
Altre passività finanziarie (5) .	173.068	89.382	4,5	13.480	6.962	12.511	6.461
Passività sull'estero	560.097	289.266	14,3	61.110	31.561	23.647	12.213
di cui: <i>debiti commerciali</i> . . .	59.120	30.533	1,5	9.984	5.156	5.342	2.759
<i>debiti finanziari</i>	191.793	99.053	4,9	60.409	31.198	25.397	13.116
<i>azioni e partecipazioni</i>	306.327	158.205	7,8	-8.759	-4.524	-5.970	-3.083
Totale passività	3.922.295	2.025.696	100,0	221.029	114.152	203.172	104.930
Saldo	-1.714.046	-885.231		-21.909	-11.315	-115.157	-59.474

Fonte: Banca d'Italia.

(1) I dati si riferiscono alle Società non finanziarie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Includono le riserve tecniche di assicurazione e altre partite minori. - (3) Includono i finanziamenti concessi dalle società di factoring. - (4) Includono i finanziamenti concessi dalle società di leasing, le obbligazioni e le accettazioni bancarie. - (5) Includono i fondi di quiescenza e altre partite minori.

Fig. D8

FORMAZIONE DEL FABBISOGNO DELLE IMPRESE ITALIANE (1)
(dati annuali)



Fonte: Istat e Banca d'Italia.

(1) Settore delle società non finanziarie. Stima basata sulla contabilità nazionale annuale. I dati del 2000 sono provvisori. Per la definizione delle serie e le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche* e il *Glossario*. - (2) Indici: 1990=100.

Un'analisi econometrica condotta su dati relativi a un campione di oltre 7.000 imprese della Centrale dei bilanci per il periodo 1989-1999 conferma che gli investimenti rispondono negativamente a un aumento dei tassi di interesse e positivamente alla disponibilità di fonti interne di finanziamento; indica, inoltre, la presenza di asimmetrie nella risposta dei diversi gruppi di imprese a inasprimenti delle condizioni monetarie.

Per il complesso delle imprese esaminate vi è una relazione negativa tra la spesa per investimenti e il "costo d'uso" del capitale, che rappresenta l'onere sostenuto dall'impresa per acquistare e detenere i beni capitali usati nel processo produttivo, calcolato tenendo conto del costo delle fonti esterne di finanziamento, del deprezzamento, della variazione attesa dei prezzi dei beni capitali e dei fattori fiscali (quali la tassazione del reddito di impresa, la deducibilità della spesa per interessi e degli ammortamenti, la presenza di incentivi fiscali agli investimenti).

L'analisi delle differenze nella risposta alle variazioni del costo d'uso del capitale indica che per le imprese di piccola e media dimensione, per quelle caratterizzate da una minore incidenza delle attività materiali sul totale dell'attivo e per quelle con vincoli finanziari la riduzione degli investimenti al crescere dei tassi di interesse risulta maggiore; ciò è coerente con l'ipotesi secondo cui la trasmissione degli impulsi della politica monetaria avviene anche attraverso la disponibilità di credito.

Nel 2000 le passività finanziarie delle imprese sono aumentate di 203.200 miliardi di lire (104,9 miliardi di euro). Il flusso delle passività

sull'interno è risultato pari a 179.500 miliardi, contro 159.900 miliardi nel 1999. Le banche hanno assecondato la sostenuta domanda di credito da parte delle imprese, praticando condizioni di offerta generalmente distese. L'aumento dei finanziamenti bancari è risultato cospicuo: 69.800 miliardi nella componente a breve termine e 42.400 miliardi in quella a medio e a lungo termine (rispettivamente 8.100 e 39.000 miliardi nel 1999). Le passività finanziarie sull'estero sono invece aumentate in misura assai più contenuta rispetto all'anno precedente (23.600 miliardi contro 61.100 miliardi); nel 1999 alla loro forte crescita aveva contribuito l'accensione di prestiti per il perfezionamento della OPA sulla Telecom.

Nel confronto internazionale la quota dei finanziamenti a breve termine sul totale dei debiti delle imprese italiane nei confronti degli intermediari creditizi è elevata: tra il 1995 e il 1999 essa, pur riducendosi dal 59,0 al 57,6 per cento, è risultata superiore a quella osservata in Francia, Germania e Spagna.

Secondo la Centrale dei bilanci, nel 1999, tra i debiti finanziari delle imprese italiane, quelli bancari rappresentavano quasi il 62 per cento del totale, composti per il 65 per cento da finanziamenti a breve termine. Per le imprese di minore dimensione, i debiti bancari salivano al 72 per cento del totale e risultavano composti per il 74 per cento da poste a breve termine. Tra le altre fonti di finanziamento, le obbligazioni erano pari all'8,5 per cento dei debiti finanziari per le imprese maggiori e a circa il 3 per cento per le altre imprese. La restante parte dei debiti finanziari risultava costituita in prevalenza da debiti nei confronti di società del gruppo cui l'impresa appartiene.

L'analisi di un campione di oltre 30.000 imprese presenti sia nella Centrale dei bilanci sia nella Centrale dei rischi mostra che nel 2000 l'aumento dei tassi sull'indebitamento bancario a breve termine ha interessato tutte le classi dimensionali di imprese, risultando particolarmente pronunciato per le imprese operanti in settori ad alta tecnologia, per le quali il tasso sugli impieghi a revoca è cresciuto di 2,0 punti percentuali, al 7,7 per cento, a fronte di un aumento di 1,5 punti, al 7,9 per cento, per il complesso del campione.

Nel 2000 i debiti commerciali, interni ed esteri, sono cresciuti di 22.900 miliardi (28.600 nel 1999); il loro peso sulla consistenza complessiva delle passività delle imprese è risultato pari al 12,4 per cento. Il confronto con gli altri principali paesi industriali, possibile con riferimento al 1999, indica che tale valore era in Italia superiore rispetto a Francia, Germania e Regno Unito.

Nel 2000 la Banca d'Italia ha avviato una rilevazione del fenomeno dei debiti e dei crediti commerciali, al fine di analizzarne le caratteristiche e le eventuali implicazioni per l'attività d'impresa e per la trasmissione all'economia degli impulsi di politica monetaria.

I risultati di un primo questionario contenuto nell'indagine condotta annualmente dalla Banca d'Italia su un campione di circa 1.500 imprese dell'industria in senso stretto indi-

cano che nel 2000 l'importo medio ponderato dei crediti commerciali verso altre imprese era pari al 21 per cento del fatturato; la loro durata media contrattuale era di circa 90 giorni. La dilazione di pagamento comportava un onere per il debitore per il 17 per cento di tali crediti. Circa i tre quarti dei crediti commerciali sono stati riscossi entro la scadenza, mentre per i rimanenti crediti il ritardo medio è stato di circa 45 giorni. La quota sul totale dei crediti scaduti ai quali è stata applicata una penale risulta pari al 10 per cento.

I debiti commerciali vengono utilizzati prevalentemente per sincronizzare i pagamenti con le entrate future. Il loro importo medio ponderato è stato pari al 15 per cento del fatturato e a circa il 90 per cento dei debiti bancari a breve termine. La durata media contrattuale dei debiti commerciali era di 85 giorni e la quota pagata oltre la scadenza del 15 per cento. Circa il 5 per cento dei debiti commerciali risultava oneroso.

La raccolta di capitale di rischio è ammontata nel 2000 a 17.200 miliardi (80.000 miliardi nel 1999), commisurandosi all'8,5 per cento del flusso totale delle passività. Il grado di indebitamento, misurato dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto, era pari al 38,1 per cento alla fine del 2000, circa due punti percentuali in più rispetto a dicembre del 1999.

L'analisi delle tendenze di medio periodo per il campione di imprese della Centrale dei bilanci mostra che dal 1992 la ripresa della redditività ha consentito una riduzione costante del grado di indebitamento, sceso di circa dieci punti percentuali tra il 1992 e il 1999; per le imprese con più di 200 addetti la riduzione è risultata di tredici punti in tale periodo, mentre per le piccole e medie imprese essa è stata di poco superiore a tre punti percentuali.

Il confronto basato sui dati dei conti finanziari indica che il grado di indebitamento delle imprese italiane è superiore a quello osservato per Francia, Spagna, Stati Uniti e Regno Unito, paesi nei quali si registrano valori inferiori al 30 per cento: ciò riflette il minor peso delle azioni e delle partecipazioni sul totale delle passività delle imprese italiane.

Nel 2000 la quota degli investimenti delle società di venture capital destinati ai settori ad alta tecnologia è stata pari al 23 per cento in Italia, valore inferiore a quello registrato nell'area dell'euro (31 per cento circa nel 1999) e, soprattutto, negli Stati Uniti (circa il 90 per cento).

Il confronto tra il mercato del venture capital europeo, in particolare italiano, e quello statunitense mostra forti differenze nell'ammontare complessivo dei fondi destinati allo sviluppo delle imprese: nel 2000 gli investimenti di venture capital sono stati pari all'1 per cento del PIL negli Stati Uniti; nell'area dell'euro e in Italia gli investimenti effettuati dalle società di venture capital, che comprendono anche quelli in imprese mature, sono stati, in percentuale del PIL, meno della metà del valore osservato per gli Stati Uniti.

Anche il peso delle diverse tipologie di investitori che partecipano ai fondi di venture capital risulta differenziato: nel 1999 negli Stati Uniti il 23 per cento della raccolta proveniva dai fondi pensione, contro il 19 per cento in Europa e il 6 per cento in Italia; in Europa nei fondi facenti capo alle società di venture capital è preponderante la presenza delle banche, mentre negli Stati Uniti la loro partecipazione risulta limitata. Inoltre, negli Stati Uniti i disinvestimenti si realizzano in prevalenza per il tramite del mercato azionario, mentre in Europa è tuttora più diffusa la prassi della cessione ad altre imprese.

Nel 2000 la crescita delle attività finanziarie delle imprese si è ridotta (88.000 miliardi di lire, a fronte di 199.100 miliardi nel 1999). È proseguita l'espansione dei depositi, mentre l'aumento delle azioni è risultato nettamente inferiore al 1999, quando anche questo aggregato aveva fortemente risentito dell'OPA sulla Telecom. Le attività sull'estero hanno mostrato una decelerazione.

LE BANCHE E GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI

Nel 2000 l'espansione dell'attività economica in Italia ha alimentato la domanda di prestiti delle imprese e ha contribuito a ridurre le perdite sui crediti. Per le banche i ricavi da servizi sono ancora aumentati, sospinti dalla domanda di gestione professionale del risparmio da parte delle famiglie; la crescita dell'attività sui mercati internazionali dei capitali ha consentito una più articolata diversificazione della raccolta; il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è stato pari all'11,6 per cento, il valore più elevato dalla metà degli anni ottanta.

L'aumento del credito è stato superiore a quello osservato in passato in analoghe fasi cicliche. In presenza di tassi d'interesse reali molto contenuti, hanno fatto ricorso ai prestiti bancari soprattutto le imprese di maggiore dimensione, per finanziare l'espansione degli investimenti e i processi di ristrutturazione aziendale. Le famiglie hanno continuato ad accrescere in misura significativa l'indebitamento con le banche per l'acquisto di immobili e di beni di consumo durevoli.

La crescita della raccolta bancaria sull'interno è stata pari al 6,1 per cento, inferiore di sette punti percentuali a quella dei prestiti (tav. D8). Sono fortemente rallentati i depositi in conto corrente, risentendo dell'aumento dei rendimenti delle attività a breve termine alternative. È invece cresciuta la raccolta effettuata attraverso collocamenti obbligazionari, in particolare quelli sull'euromercato.

Per far fronte al divario tra l'espansione dei prestiti e quella della raccolta (fig. D9) le banche hanno ceduto titoli di Stato e ampliato l'indebitamento netto verso l'estero. Il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli) e i prestiti è sceso su valori molto bassi, sia nel confronto storico sia rispetto alla media dell'area dell'euro. La dipendenza da forme di provvista all'ingrosso, soggette a rapidi cambiamenti nelle condizioni di offerta, e il ridotto volume di scorte liquide rendono costoso l'aggiustamento dei bilanci bancari a mutamenti nelle condizioni macroeconomiche. Rigidità delle politiche di finanziamento possono derivare dalla riduzione del rapporto tra il patrimonio e le attività ponderate per il rischio (cfr. il capitolo della sezione E: *Rischi, redditività e patrimonio degli intermediari*).

L'aumento sostenuto dei prestiti e la crescita moderata del costo unitario delle passività, resa possibile dalla diversificazione delle fonti di provvi-

sta, hanno determinato un aumento dei ricavi netti da interessi. Il margine d'intermediazione è aumentato del 10,9 per cento. I costi operativi sono saliti del 4,7 per cento. Il forte incremento delle altre spese amministrative è riconducibile all'acquisto di servizi, principalmente per l'elaborazione di dati, la cui produzione è stata dislocata in ampia misura all'esterno del settore bancario. Il costo unitario del personale è aumentato del 2,2 per cento, a 60.400 euro.

Nel 1999, ultimo anno per il quale è possibile effettuare il confronto internazionale, il costo unitario per il personale era pari a 51.200 euro in Germania, a 62.200 in Francia, a 48.200 in Spagna, a 48.300 in Gran Bretagna e a 59.100 in Italia.

Tav. D8

PRINCIPALI VOCI DI BILANCIO DELLE BANCHE ITALIANE (1)

(dati di fine periodo; variazioni percentuali sui 12 mesi, salvo diversa indicazione; milioni di euro)

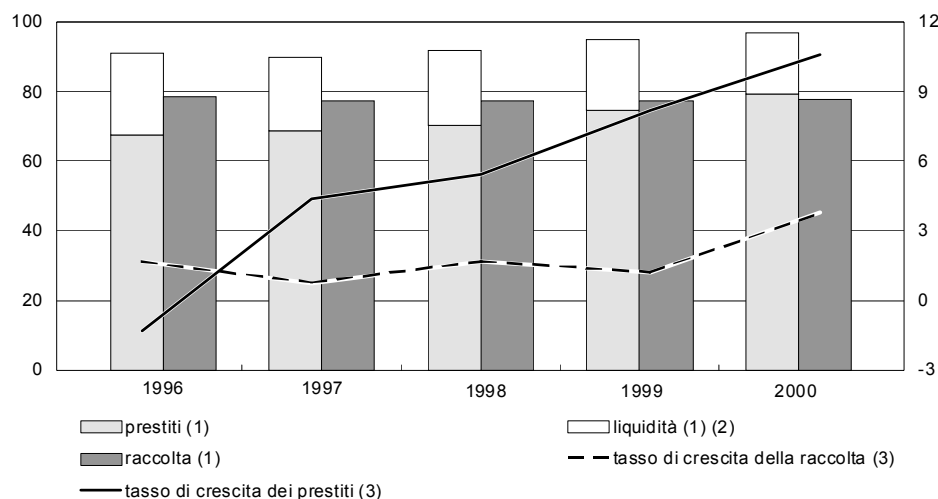
Voci	1999	2000	2000 (2)				Mar. 2001	Consistenze dicembre 2000
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		
Attività								
Titoli	13,6	-3,9	8,5	-0,8	-11,1	-10,7	-4,9	187.346
di cui: titoli di Stato	16,1	-5,6	8,8	0,2	-15,6	-13,6	-5,6	136.022
Prestiti	10,0	13,1	12,7	13,6	11,6	14,8	12,3	922.799
di cui (3):								
a breve termine (a)	6,5	18,5	19,7	16,4	20,2	18,1	17,1	435.839
a medio e a lungo termine (b)	13,2	10,1	9,3	11,2	8,3	11,5	9,6	423.112
(a)+(b)	9,8	14,2	14,3	13,7	14,1	14,7	13,3	858.952
pronti contro termine	30,5	-18,3	-74,4	64,5	-80,9	455,9	7,0	8.316
sofferenze (4)	-7,2	-13,8	-4,7	-12,4	-3,8	-31,2	-11,7	51.903
<i>per memoria:</i>								
sofferenze al valore di realizzo	-16,2	-20,1	-29,3	-14,2	0,7	-33,3	-14,4	24.551
Attività sull'estero	-8,1	1,0	8,1	13,9	-26,1	14,4	7,0	194.485
Passività								
Raccolta sull'interno (5)	2,9	6,1	10,1	4,4	4,9	6,8	4,2	907.615
Depositi	0,6	4,0	5,6	3,2	4,1	5,3	1,8	605.134
di cui (6):								
in conto corrente	10,0	6,0	12,5	-0,5	12,3	2,1	0,9	407.909
con durata prestabilita	-22,2	-16,1	-15,3	-12,1	-22,9	-13,5	-17,7	64.865
rimborsabili con preavviso ...	0,0	-6,6	-4,6	-6,3	-8,5	-8,0	-7,1	57.131
pronti contro termine	-16,3	35,7	6,5	73,7	4,7	66,3	42,7	68.265
Obbligazioni (5)	8,0	10,7	20,0	6,9	6,5	9,8	9,2	302.481
Passività sull'estero	4,3	11,6	17,7	-0,6	20,4	9,9	18,6	272.380

(1) I dati di marzo 2001 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) I tassi di crescita rispetto al trimestre precedente sono espressi in ragione d'anno e calcolati su dati depurati della componente stagionale, quando presente. - (3) Non è riportato l'andamento di alcune voci di minore rilievo nell'aggregato complessivo. - (4) Le variazioni percentuali non sono depurate dagli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. - (5) Inclusive le obbligazioni detenute da non residenti. - (6) Esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

Fig. D9

INDICI DELL'INTERMEDIAZIONE BANCARIA IN ITALIA

(dati di fine periodo; valori percentuali)



(1) In rapporto al PIL. Scala di sinistra. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Cassa e titoli. - (3) Sull'anno precedente. Scala di destra. Le consistenze di fine anno sono state deflazionate utilizzando il deflatore del PIL.

Nell'ultimo triennio la redditività delle banche italiane è progressivamente tornata su livelli prossimi a quelli registrati in media nell'area dell'euro. Il miglioramento ha riguardato soprattutto gli intermediari di maggiore dimensione, che hanno ampliato le strutture di offerta attraverso operazioni di concentrazione.

Nel gennaio del 2001 è stato diffuso il rapporto sul processo di consolidamento nel settore finanziario, realizzato sotto la responsabilità dei Ministri finanziari e dei Governatori del Gruppo dei Dieci (cfr. Gruppo dei Dieci: Il processo di consolidamento nel settore finanziario, consultabile nel sito www.bancaditalia.it). Il documento analizza le concentrazioni avvenute nei maggiori paesi industriali, studiandone cause, modalità di attuazione e implicazioni per le autorità responsabili della politica economica.

Secondo l'evidenza empirica esaminata nel rapporto, soltanto le banche di dimensioni contenute sembrano in grado di conseguire significativi incrementi di efficienza attraverso un ampliamento della dimensione; cambiamenti nelle tecnologie e nella struttura dei mercati, tuttavia, potrebbero in futuro modificare l'entità delle economie di scala e di gamma. Per le operazioni di concentrazione sinora realizzate, guadagni di efficienza sono stati conseguiti soprattutto dal lato dei ricavi.

Il rapporto indica inoltre che, nel valutare gli effetti delle concentrazioni, particolare attenzione deve essere rivolta ai mercati dei prodotti bancari al dettaglio, spesso caratterizzati da segmentazioni territoriali determinate dalla limitata mobilità della clientela, costituita principalmente da famiglie e da piccole imprese.

Il rapporto rileva, infine, che ricerche relative agli Stati Uniti e all'Italia hanno posto in luce come, in seguito a operazioni di concentrazione, le banche interessate tendano a ridurre la quota di prestiti destinata alle piccole e medie imprese. La diminuzione tende, tuttavia, a essere compensata dai maggiori prestiti concessi dalle banche non interessate da ope-

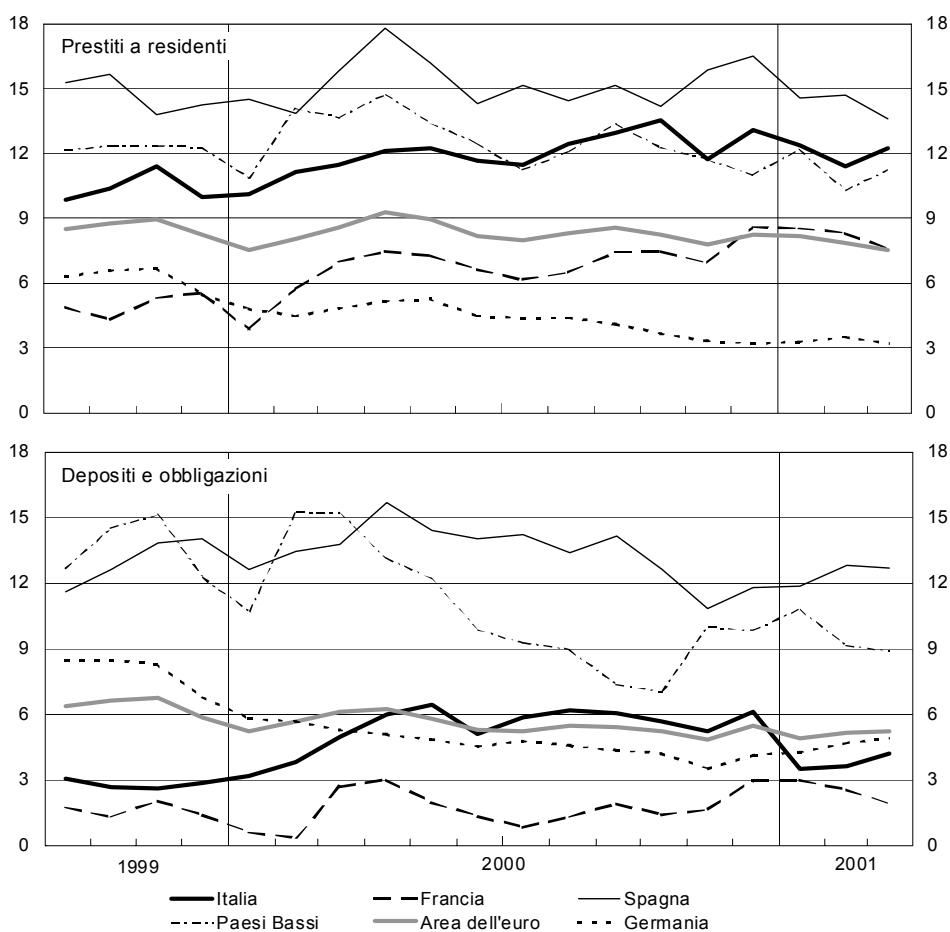
razioni di concentrazione e da quelle di nuova costituzione. Inoltre, almeno per l'Italia, la riduzione del credito è circoscritta ai debitori di peggiore qualità. Il rapporto suggerisce, infine, che le eventuali riduzioni nella disponibilità di credito alle piccole imprese potrebbero essere attenuate sviluppando canali di finanziamento alternativi a quelli bancari.

I prestiti

Nel 2000 il credito bancario in Italia ha fatto registrare un'accelerazione, crescendo del 13,1 per cento, dal 10,0 del 1999. L'espansione è stata più rapida che nella media dell'area dell'euro (8,3 per cento; tav. D9) principalmente per effetto del più alto tasso di crescita dei prestiti alle imprese. Tra i principali paesi dell'area, soltanto in Spagna il credito è cresciuto più che in Italia (fig. D10).

Fig. D10

PRESTITI E RACCOLTA DELLE BANCHE NELL'AREA DELL'EURO (1) (dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Raccolta e prestiti bancari delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dei paesi dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema), nei confronti della clientela residente nel paese diversa dalle IFM. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

DEPOSITI, OBBLIGAZIONI E PRESTITI BANCARI NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA (1)
(definizioni armonizzate; miliardi di euro e variazioni percentuali sui 12 mesi)

Periodo	Depositi										Obbligazioni (2)		Prestiti	
	di cui: esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali													
	Conti correnti		Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine							
	Consistenze	Var. %	Consistenze	Var. %	Consistenze	Var. %	Consistenze	Var. %	Consistenze	Var. %	Consistenze	Var. %	Consistenze	Var. %
Area dell'euro (3)														
1999 - mar. ...	4.950,9	4,5	1.390,6	14,2	1.988,7	0,9	1.314,2	4,1	178,3	-13,3	2.188,8	9,2	5.989,6	8,7
giu.	5.022,5	4,4	1.484,3	14,4	1.965,9	-0,4	1.323,9	4,8	166,5	-15,6	2.265,3	9,2	6.140,8	9,1
set.	5.018,6	4,6	1.471,5	15,4	1.981,4	0,2	1.321,9	4,7	160,7	-22,2	2.325,7	10,5	6.203,4	8,5
dic.	5.144,0	3,7	1.537,0	10,4	2.042,8	1,7	1.331,4	2,1	144,2	-16,5	2.361,3	10,9	6.364,9	8,3
2000 - mar. ...	5.197,1	4,7	1.568,0	12,3	2.052,7	2,7	1.312,0	-0,2	177,3	-0,7	2.421,0	9,4	6.509,4	8,5
giu.	5.226,2	3,8	1.596,1	7,4	2.078,1	5,3	1.291,3	-2,6	167,3	0,4	2.478,1	8,5	6.663,0	8,2
set.	5.258,6	4,2	1.577,0	6,7	2.124,2	6,2	1.272,3	-3,8	171,4	6,5	2.550,2	7,8	6.777,8	8,6
dic.	5.378,1	4,4	1.649,1	7,3	2.158,3	5,3	1.278,3	-4,0	175,0	21,3	2.563,2	7,7	6.909,5	8,3
2001 - mar. ...	5.513,6	3,5	1.623,7	2,6	2.238,0	6,8	1.323,4	-3,1	224,7	14,7	2.656,8	8,9	7.089,6	7,5
Italia (4)														
1999 - mar. ...	566,7	-1,8	342,2	10,5	92,8	-25,0	59,3	-0,7	64,5	-17,7	256,6	19,2	758,6	8,5
giu.	572,4	-1,3	364,4	8,9	86,5	-21,3	59,2	-0,5	54,5	-22,6	263,8	11,7	785,6	9,5
set.	559,3	0,3	353,7	13,6	82,8	-21,0	60,0	0,4	55,0	-27,2	264,6	9,4	784,8	9,9
dic.	583,4	0,6	384,9	10,0	79,1	-22,2	61,2	0,0	50,3	-16,3	271,6	8,0	824,5	10,0
2000 - mar. ...	582,5	2,4	383,4	11,7	76,1	-18,8	58,6	-1,2	57,2	-11,4	284,4	10,7	841,2	11,5
giu.	591,4	3,0	389,5	6,6	73,6	-15,6	57,5	-2,8	63,5	16,5	289,2	9,5	871,1	11,7
set.	582,0	3,7	384,3	8,3	69,2	-17,2	56,8	-5,3	64,6	17,4	294,0	10,9	881,0	12,9
dic.	605,1	4,0	407,9	6,0	64,9	-16,1	57,1	-6,6	68,3	35,7	302,5	10,7	922,8	13,1
2001 - mar. ...	590,9	1,8	386,7	0,9	61,1	-17,7	54,5	-7,1	81,6	42,7	312,6	9,2	934,5	12,3

(1) Dati di fine periodo. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a 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. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Per convenzione, le obbligazioni vengono attribuite interamente ai residenti nel paese segnalante. - (3) Raccolta e prestiti delle Istituzioni finanziarie monetarie (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 IFM italiane (esclusa la Banca d'Italia) nei confronti della clientela residente in Italia diversa dalle IFM.

Il rapporto tra prestiti ai residenti e prodotto interno lordo è salito in Italia al 79 per cento dal 74 del 1999; rimane inferiore a quello dell'area, pari al 106 per cento. Tra i principali paesi, valori particolarmente elevati si registrano in Germania e nei Paesi Bassi (rispettivamente 131 e 140 per cento).

In Italia l'accelerazione del credito si è concentrata nella componente a breve termine (dal 6,5 al 18,5 per cento), mentre quella a medio e a lungo termine ha rallentato dal 13,2 al 10,1 per cento.

La ripresa degli investimenti e dell'attività produttiva ha alimentato un forte innalzamento del tasso di crescita dei finanziamenti alle imprese (dal 5,9 al 15,8 per cento; tav. D10), soprattutto a quelle di maggiori dimensioni; la quota del credito concesso alle società con indebitamento superiore ai 50 miliardi di lire è aumentata dal 29,6 al 33,1 per cento.

L'accelerazione dei prestiti alle imprese industriali (dal 4,5 al 12,7 per cento) è per circa un quinto riconducibile al comparto dell'energia. Nel settore dei servizi la crescita, pari al 20,0 per cento, è stata alimentata soprattutto dai finanziamenti alle società di telecomunicazioni, più che raddoppiati nell'anno, e da un numero ristretto di operazioni di importo elevato in altri comparti.

Diversamente da altri paesi europei, in Italia l'aumento dei prestiti alle società di telecomunicazioni non è avvenuto in concomitanza con l'asta per la concessione delle licenze UMTS (cfr. il capitolo della sezione B: L'offerta interna). Sulla base dei dati della Centrale dei rischi, la crescita del credito utilizzato dalle società partecipanti all'asta e dalle loro principali azioniste nel periodo prossimo alla data di pagamento dei corrispettivi dovuti non si è discostata dalla media del settore delle imprese.

Nel 2000 le banche italiane hanno ampliato la loro presenza nel mercato internazionale dei prestiti sindacati. Il valore complessivo delle nuove operazioni effettuate con la partecipazione di almeno un intermediario italiano è stato di 125 miliardi di euro, pari al 5,2 per cento del totale mondiale. I finanziamenti concessi sul mercato internazionale a residenti in Italia sono ammontati a 42 miliardi di euro e hanno coperto il 94 per cento dei prestiti sindacati sottoscritti da operatori italiani, contro una media del 65 per cento nei nove anni precedenti. I prestiti concessi a imprese italiane di telecomunicazioni sono stati pari al 43 per cento di quelli a residenti e sono stati organizzati quasi esclusivamente da banche italiane.

Il rallentamento dei prestiti alle famiglie consumatrici (dal 21,6 al 13,3 per cento) si è concentrato nella componente a medio e a lungo termine, che nel biennio precedente aveva registrato una forte espansione. L'importo dei mutui concessi nell'anno per finanziare l'acquisto di abitazioni è rimasto prossimo a quello del 1999.

**PRESTITI, SOFFERENZE E TASSI D'INTERESSE DELLE BANCHE ITALIANE
PER SETTORI DI ATTIVITÀ ECONOMICA (1)**
(valori percentuali)

Periodi	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Imprese individuali			
				Industria in senso stretto	Costruzioni	Servizi					
Variazioni dei prestiti sui 12 mesi (2)											
1999 giu.	-0,3	19,9	7,3	17,3	6,7	4,9	1,4	13,3	18,9	5,1	9,8
dic.	3,2	17,5	5,9	2,1	6,2	4,5	2,2	11,8	21,6	7,6	9,8
2000 giu.	-3,5	24,0	9,9	17,5	9,4	8,4	5,9	12,7	19,3	9,7	12,0
dic.	-4,6	25,3	15,8	32,9	14,7	12,7	9,8	20,0	13,3	8,1	14,2
Variazioni delle sofferenze sui 12 mesi (3)											
1999 giu.	-58,3	-40,0	-5,1	-2,5	-5,1	-8,4	-2,7	-6,5	1,4	-0,6	-4,4
dic.	214,1	-23,1	-6,1	-8,9	-6,0	-3,5	-2,9	-9,7	-8,8	-5,0	-7,2
2000 giu.	-44,7	-15,3	-8,7	-19,4	-8,4	-2,4	-10,2	-10,6	-10,2	-7,4	-8,9
dic.	-6,3	-12,2	-16,2	-44,0	-15,5	-8,8	-22,0	-14,6	-9,1	-12,8	-13,8
Rapporto sofferenze/prestiti complessivi (4)											
1999 giu.	0,1	1,4	8,6	3,9	8,9	5,4	19,4	8,5	9,3	19,1	8,2
dic.	0,1	1,1	8,0	3,6	8,3	5,2	19,0	7,6	8,0	17,9	7,4
2000 giu.	0,1	0,9	7,2	2,7	7,5	4,9	17,0	6,9	7,2	16,6	6,7
dic.	0,1	0,8	5,9	1,5	6,2	4,3	14,3	5,5	6,5	14,9	5,7
Tassi d'interesse sui prestiti a breve termine (5)											
1999 giu.	4,65	3,41	5,70	3,83	5,79	5,19	7,30	6,14	7,29	8,36	5,48
dic.	4,61	3,37	5,63	3,52	5,76	5,17	7,19	6,08	7,30	8,41	5,36
2000 giu.	6,46	4,21	6,30	4,49	6,42	5,97	7,66	6,66	7,62	8,50	6,10
dic.	5,46	5,12	7,00	5,21	7,14	6,69	8,44	7,36	8,36	9,33	6,68
Tassi d'interesse sui prestiti a medio e a lungo termine (5) (6)											
1999 giu.	5,97	4,18	4,48	3,44	4,57	4,32	4,89	4,63	4,58	4,96	4,55
dic.	3,32	4,00	4,19	3,20	4,22	3,84	5,11	4,29	4,67	5,11	4,05
2000 giu.	5,43	4,71	4,53	1,88	5,11	4,96	5,56	5,09	5,29	5,74	4,73
dic.	5,67	5,46	5,72	4,91	5,80	5,65	6,13	5,79	6,23	6,48	5,85

(1) I dati sui prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minore rilievo che confluiscono nell'aggregato complessivo. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni e variazione del cambio. - (3) Non depurate dagli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. - (4) Nel calcolo del rapporto il denominatore comprende anche i prestiti in sofferenza. - (5) Fonte: Centrale dei rischi. - (6) Tassi praticati sulle erogazioni effettuate nel trimestre. Sono state escluse le operazioni a tasso agevolato.

Nell'area dell'euro il rapporto tra i prestiti bancari alle famiglie, comprese le imprese individuali, e quelli alle società non finanziarie è di poco superiore all'unità; in Italia esso è pari a 0,50 (tav. D11). Ampie differenze caratterizzano anche la composizione per scadenza dei prestiti. Nell'area il 63 per cento del credito alle imprese non finanziarie ha durata originaria superiore a un anno, contro una quota del 48 per cento in Italia. La quota del credito al consumo con scadenza superiore ai cinque anni raggiunge nell'area il 44 per cento, contro il 21 in Italia.

Tav. D11

**PRESTITI DELLE BANCHE AL SETTORE PRIVATO NON FINANZIARIO
NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA (1)**
(definizioni armonizzate; milioni di euro e quote percentuali)

Voci	1999				2000			
	Quote sul totale della voce			Consisten- ze	Quote sul totale della voce			Consisten- ze
	Fino a 1 anno	Tra 1 e 5 anni	Oltre 5 anni		Fino a 1 anno	Tra 1 e 5 anni	Oltre 5 anni	
Area dell'euro								
Imprese non finanziarie	35,73	15,55	48,72	2.461.281	36,76	15,93	47,31	2.728.194
Famiglie (2)	9,26	11,55	79,19	2.739.476	9,19	11,19	79,63	2.954.244
di cui:								
<i>credito al consumo</i>	20,63	35,35	44,02	444.331	21,18	34,65	44,17	479.269
<i>mutui per acquisto di abitazioni</i>	1,17	3,55	95,27	1.715.525	1,21	3,33	95,46	1.881.844
Italia								
Imprese non finanziarie	50,88	22,13	26,99	424.124	52,39	20,46	27,15	480.639
Famiglie (2)	20,87	25,95	53,18	215.790	19,87	23,60	56,53	238.287
di cui:								
<i>credito al consumo</i>	32,40	49,71	17,88	17.464	26,19	52,98	20,84	20.167
<i>mutui per acquisto di abitazioni</i>	1,57	3,12	95,31	80.503	1,23	2,37	96,39	96.691

(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Comprende le imprese individuali.

Il credito ha accelerato sia nelle regioni del Centro Nord, sia nel Mezzogiorno, dove è stata particolarmente intensa l'accelerazione dei finanziamenti alle imprese industriali (dal 5,7 al 13,3 per cento; tav. D12).

Nel 2000 le condizioni dell'offerta di credito sono rimaste generalmente distese. Il differenziale tra il tasso medio e il tasso minimo sui prestiti a breve termine si è ridotto di 35 centesimi, a 2,2 punti percentuali. Il grado di utilizzo delle linee di finanziamento in conto corrente si è mantenuto su livelli molto bassi per tutte le categorie di debitori. Nell'ultima parte dell'anno si sono tuttavia manifestati segnali in direzione opposta, soprattutto per la clientela di maggiore dimensione. Da settembre è tornato a crescere, seppure lievemente, il rapporto tra credito utilizzato e accordato; gli sconfinamenti hanno registrato un aumento dell'8,7 per cento su base annua, riconducibile principalmente alle imprese del Centro e del Nord con credito complessivo superiore ai 50 miliardi di lire.

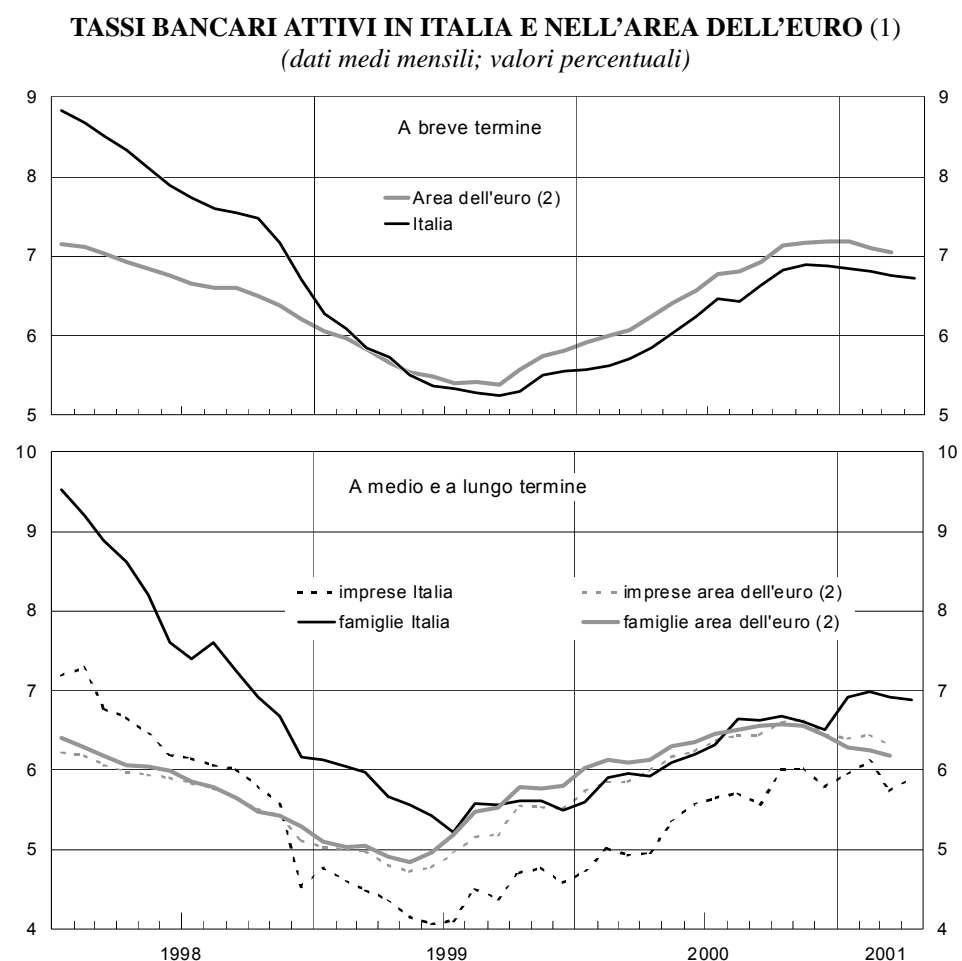
**PRESTITI E SOFFERENZE DELLE BANCHE ITALIANE PER AREE GEOGRAFICHE
E SETTORI DI ATTIVITÀ ECONOMICA (1)**
(valori percentuali)

Periodi	Ammini- strazioni pubbliche	Società finanziarie e assicu- rative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di parteci- pazione	Società non finanziarie			Consu- matrici	Imprese individuali			
				Industria in senso stretto	Costru- zioni	Servizi					
Variazioni dei prestiti sui 12 mesi (2)											
1999 Nord ...	20,3	31,0	7,2	5,4	7,3	5,4	6,4	12,7	25,4	9,6	13,3
Centro ...	-2,1	-6,1	2,5	-5,3	3,0	0,5	-1,2	9,5	19,8	7,4	3,7
Mezzo- giorno ...	11,1	-19,4	5,0	-34,1	5,4	5,7	-4,2	11,2	14,6	3,1	6,3
2000 Nord ...	10,3	31,4	17,1	47,7	14,9	10,4	15,1	21,9	15,5	9,3	18,0
Centro ...	-11,1	15,3	14,9	-15,1	16,9	21,1	4,9	18,7	10,2	7,5	7,8
Mezzo- giorno ...	9,8	-16,4	9,6	-21,8	9,9	13,3	1,4	11,5	11,3	5,6	8,4
Variazioni delle sofferenze sui 12 mesi (3)											
1999 Nord ...	4,1	-3,3	-6,5	-19,8	-5,8	-6,3	-6,0	-4,4	-1,6	-5,9	-5,5
Centro ...	37,7	-44,3	-12,3	5,4	-12,6	-4,1	-6,1	-23,2	-29,9	-14,5	-17,5
Mezzo- giorno ...	269,2	-4,8	-0,3	26,8	-0,6	1,8	1,4	-3,2	0,9	-1,2	-0,1
2000 Nord ...	-42,5	-11,6	-10,8	-42,6	-9,3	-3,8	-14,7	-11,5	-0,3	-5,1	-8,0
Centro ...	64,8	-10,9	-12,3	-39,8	-11,7	-7,3	-14,6	-9,2	-4,2	-9,8	-10,3
Mezzo- giorno ...	-11,9	-15,4	-24,3	-54,7	-24,0	-17,7	-31,0	-21,9	-16,3	-17,2	-20,6
Rapporto sofferenze/prestiti complessivi (4)											
1999 Nord ...	0,0	0,7	4,3	2,8	4,4	3,4	8,6	4,5	4,3	8,7	4,0
Centro ...	0,0	2,0	10,5	3,9	10,9	7,0	21,8	9,1	7,6	17,0	7,4
Mezzo- giorno ...	1,2	3,4	22,2	32,8	22,1	14,1	37,5	19,4	16,4	34,9	20,4
2000 Nord ...	0,0	0,4	3,3	1,1	3,5	2,9	6,6	3,3	3,7	7,7	3,1
Centro ...	0,0	1,5	8,2	2,8	8,4	5,4	18,5	7,1	6,7	14,7	6,3
Mezzo- giorno ...	1,0	3,5	14,6	27,1	16,4	10,9	29,2	14,6	12,9	29,6	15,8
Consistenze dei prestiti in milioni di euro											
2000 Nord ...	14.746	79.086	327.849	27.571	300.278	138.563	27.905	128.847	93.806	30.291	545.778
Centro ...	38.148	17.571	99.348	4.568	94.780	39.784	12.964	40.141	39.425	9.655	204.147
Mezzo- giorno ...	5.965	4.360	50.954	240	50.714	19.602	7.933	21.321	36.203	11.546	109.028
Italia ...	58.859	101.017	478.151	32.379	445.772	197.949	48.802	190.309	169.434	51.492	858.953

(1) I dati sui prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minore rilievo che confluiscono nell'aggregato complessivo. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni e variazione del cambio. - (3) Non depurate dagli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. - (4) Nel calcolo del rapporto il denominatore comprende anche i prestiti in sofferenza.

La quota dei finanziamenti assistiti da garanzie è aumentata nel 2000 sia per il complesso della clientela (dal 48,8 al 49,6 per cento), sia per le imprese non finanziarie (dal 50,5 al 51,5 per cento). L'incidenza dei prestiti coperti da garanzie reali e personali varia significativamente tra le aree geografiche e tra i settori di attività economica. È pari al 43 per cento nel Nord Ovest e al 63 per cento al Sud. È di poco superiore al 10 per cento per le società finanziarie e assicurative, di oltre il 70 per cento per le famiglie consumatrici. Nella quasi totalità dei prestiti coperti da pegno o da ipoteca il valore della garanzia è pari o superiore a quello del finanziamento. La quota di prestiti garantiti è più elevata per le banche di minore dimensione.

Fig. D11



Fonte: statistiche decadali ed elaborazioni su dati BCE.

(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Medie ponderate dei tassi di interesse nazionali comunicati alle banche centrali. Le curve sono basate su dati non armonizzati e vanno quindi interpretate con cautela; forniscono indicazioni sull'andamento, piuttosto che sul livello relativo, dei tassi.

Stime econometriche mostrano che i prestiti assistiti da garanzie sono quelli più rischiosi, ossia quelli concessi a tassi di interesse superiori alla media e con una più alta probabilità di entrare in sofferenza. I finanziamenti di importo più elevato, sui quali a parità

di dimensione dell'affidato il potere contrattuale delle banche è più ampio, hanno una maggiore probabilità di essere garantiti. Il legame tra la presenza di garanzie sui prestiti bancari e gli indicatori reddituali e di crescita delle imprese è debole; assume invece rilievo la disponibilità di attività da offrire in pegno. Le imprese con un rapporto consolidato con la banca hanno una minore quota di finanziamenti coperti da garanzie. La relazione tra durata del rapporto con la banca e presenza di garanzie non è tuttavia lineare: anche le imprese più giovani e che hanno iniziato da poco il rapporto con la banca hanno una probabilità superiore alla media di ottenere finanziamenti senza garanzie.

I tassi d'interesse sui prestiti a breve termine sono aumentati nel 2000 di 1,3 punti percentuali, al 6,9 per cento, registrando un incremento analogo a quello dell'area dell'euro (figg. D11 e D12). Secondo stime econometriche, in Italia l'adeguamento dei tassi attivi bancari alle variazioni dei rendimenti del mercato monetario è risultato in linea con gli andamenti osservati in passato.

La crescita dei tassi di interesse a breve termine è stata superiore per i prestiti ai comparti produttivi caratterizzati da aumenti sostenuti della domanda di credito (società finanziarie, holding di partecipazione e imprese industriali). Nel settore dei servizi, il rialzo maggiore dei tassi sui prestiti si è avuto per le società di telecomunicazioni (2,1 punti percentuali). Per le famiglie produttrici la crescita è stata più contenuta (0,9 punti percentuali). Il differenziale tra i tassi sui prestiti a breve termine nel Mezzogiorno e nel Centro Nord è rimasto stabile, a 1,9 punti percentuali (fig. D13).

I tassi di interesse sui prestiti a medio e a lungo termine sono aumentati nel 2000 di un punto percentuale per le famiglie (al 6,5 per cento) e di 1,2 punti per le imprese (al 5,8 per cento). Gli aumenti sono stati leggermente superiori a quelli corrispondenti dell'area dell'euro (0,6 punti percentuali per le famiglie e 0,9 per le imprese); la differenza si annulla se il confronto viene effettuato dalla metà del 1999, quando prese avvio il rialzo dei rendimenti del mercato obbligazionario.

Nel 2000 i prestiti in sofferenza sono diminuiti di 8,3 miliardi di euro; in rapporto ai prestiti complessivi essi risultavano alla fine di dicembre pari al 5,7 per cento, il valore più basso dal 1993. Il miglioramento della qualità del credito ha interessato tutte le aree del Paese, risultando più accentuato nel Mezzogiorno, dove il rapporto è sceso dal 20,4 al 15,8 per cento.

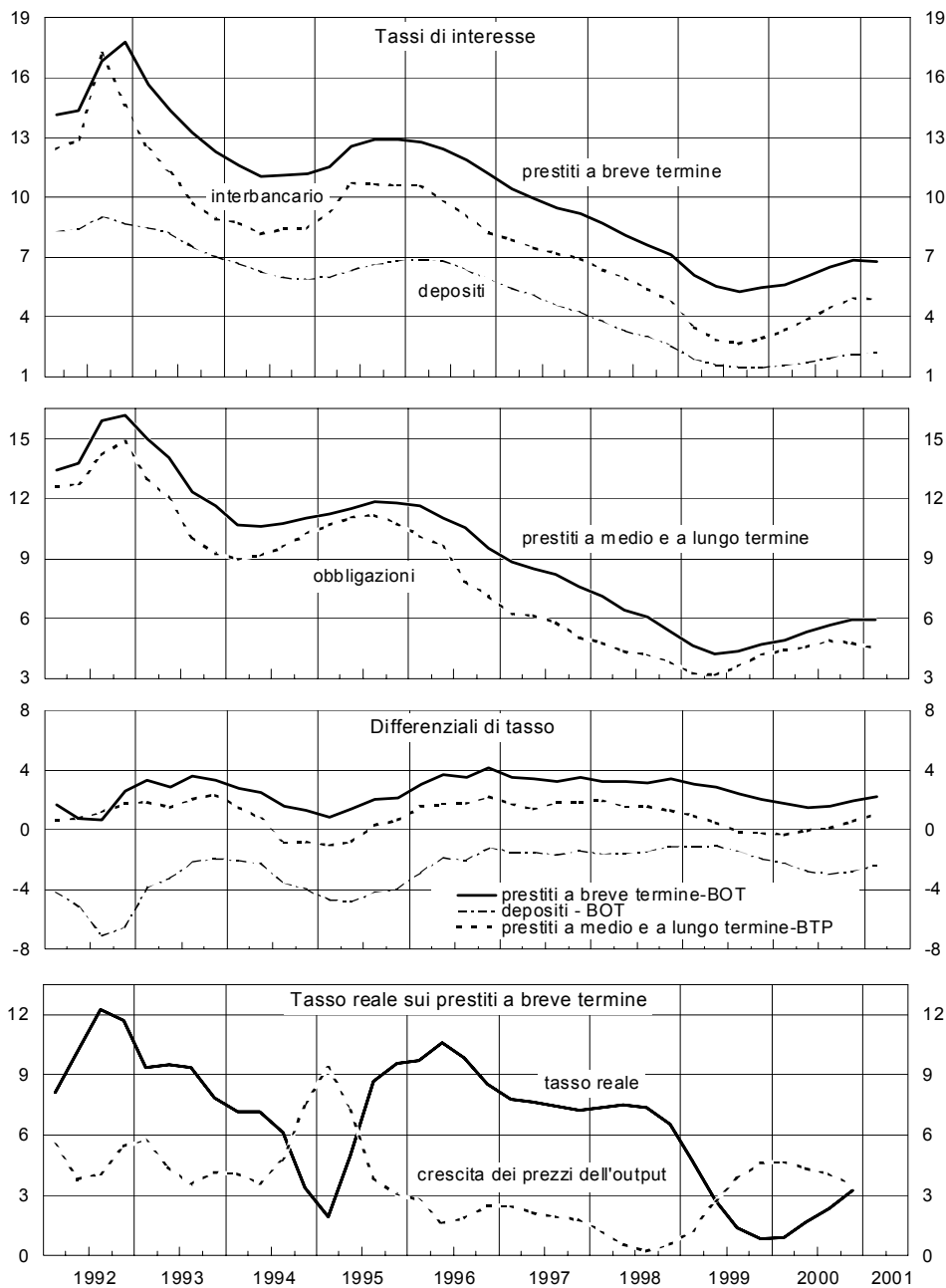
Il calo delle sofferenze riflette in parte la cessione di crediti avvenuta attraverso ingenti operazioni di cartolarizzazione. Il flusso di nuove sofferenze è diminuito del 22,4 per cento rispetto a quello registrato nel 1999; in rapporto ai prestiti vivi è sceso dall'1,4 all'1,0 per cento.

Credito al consumo, leasing e factoring. - Nel 2000 i prestiti concessi dalle società finanziarie per le attività di credito al consumo, leasing e facto-

ring vigilate dalla Banca d'Italia hanno continuato a crescere a ritmi molto sostenuti (19,2 per cento). Anche i finanziamenti con finalità analoghe concessi dalle banche sono aumentati in misura cospicua (17,2 per cento).

Fig. D12

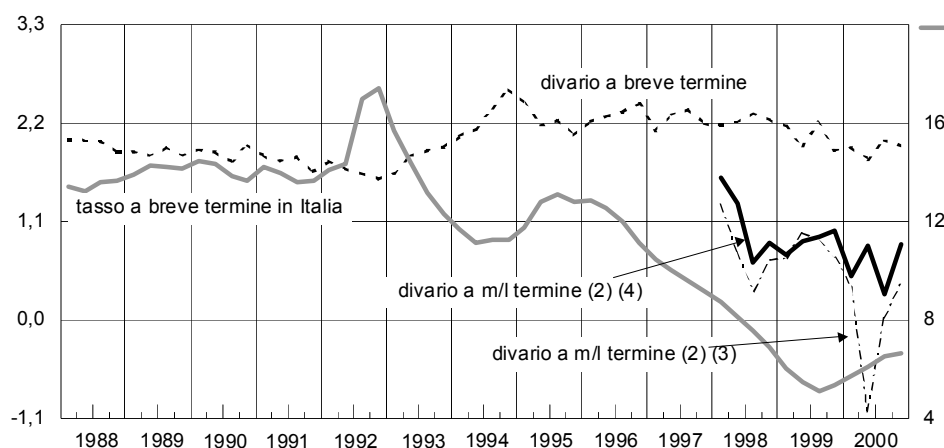
TASSI DI INTERESSE E DIFFERENZIALI IN ITALIA (1)
(dati trimestrali; valori e punti percentuali)



(1) Il rendimento dei BTP è relativo a quelli con vita residua superiore a 1 anno scambiati in borsa. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo dell'indice dei prezzi dell'output cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Fig. D13

DIVARIO TRA TASSI ATTIVI NEL MEZZOGIORNO E NEL CENTRO NORD
(valori e punti percentuali) (1)



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Scala di destra per il tasso a breve termine. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. - (2) Tasso sui finanziamenti a medio e a lungo termine erogati nel trimestre a società non finanziarie e famiglie produttrici. - (3) Inclusi i prestiti agevolati. - (4) Esclusi i prestiti agevolati.

Il rallentamento del credito al consumo concesso da banche e società finanziarie (dal 18,8 al 14,9 per cento; tav. D13) è ascrivibile in gran parte alla decelerazione dei finanziamenti concessi mediante carte di credito (dal 26,0 al 9,9 per cento), dovuta ad alcune ingenti operazioni di cartolarizzazione. I crediti ceduti per operazioni di factoring sono aumentati del 17,1 per cento (19,9 nel 1999). L'attività di leasing è cresciuta del 23,2 per cento (22,8 nel 1999), principalmente per il forte sviluppo di quello immobiliare (30,9 per cento).

Nel 2000 l'aumento dei tassi di interesse sulle operazioni di credito al consumo e di factoring è stato inferiore a quello dei tassi bancari attivi a breve termine; nelle operazioni di leasing l'incremento è stato invece lievemente superiore a quello del costo dei finanziamenti bancari a medio e a lungo termine.

Nell'ultimo trimestre del 2000 la media aritmetica dei tassi di interesse sulle operazioni di credito per l'acquisto di beni di consumo, effettuate da banche e società finanziarie, è stata pari al 15,8 per cento per i prestiti di importo compreso tra 2,5 e 10 milioni di lire (15,3 nel 1999) e all'11,5 per quelli di importo superiore (10,3 nel 1999). I tassi di interesse sull'attività di factoring sono aumentati dal 7,5 all'8,4 per cento per le operazioni di importo inferiore a 100 milioni di lire e dal 6,4 al 7,8 per quelle di importo superiore. I tassi di interesse sulle operazioni di leasing sono aumentati dal 9,6 all'11,2 per cento sui finanziamenti di importo compreso tra 10 e 50 milioni di lire, dall'8,0 al 9,8 per cento su quelli tra 50 e 100 milioni e dal 6,0 al 7,8 per quelli di importo superiore.

CREDITO AL CONSUMO, FACTORING E LEASING IN ITALIA (1)
(dati di fine periodo; milioni di euro e variazioni percentuali sull'anno precedente)

Voci	Consistenze 2000 (2)	Variazioni		
		1998	1999	2000 (2)
Credito al consumo				
Totale crediti	37.112	12,5	18,8	14,9
di cui: <i>carte di credito</i>	3.906	18,7	26,0	9,9
Società finanziarie	16.947	21,9	25,9	14,2
di cui: <i>carte di credito</i>	2.808	18,1	24,9	27,6
Banche	20.167	4,3	13,4	15,4
di cui: <i>carte di credito</i>	1.099	28,3	28,0	-18,9
Factoring				
Totale crediti	33.696	7,9	19,9	17,1
Società finanziarie	31.267	7,7	19,5	17,3
di cui: <i>pro soluto</i>	12.936	8,0	18,3	35,2
Banche	2.429	10,9	25,5	14,8
Leasing				
Totale crediti	46.558	17,1	22,8	23,2
Società finanziarie	37.218	15,3	22,0	23,5
Banche	9.341	29,0	26,2	21,9

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.
(1) Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Dati provvisori.

La raccolta

La raccolta bancaria effettuata mediante depositi e obbligazioni ha accelerato dal 2,9 per cento del 1999 al 6,1 del 2000. Nell'area dell'euro l'espansione della raccolta è stata del 5,5 per cento.

In Italia i depositi in conto corrente hanno registrato una forte decelerazione, dal 10,0 al 6,0 per cento. Nel corso del 2000 il differenziale tra il tasso sui BOT e quello sui conti correnti, al netto della fiscalità, è salito da 2,2 a 2,6 punti percentuali, toccando un valore massimo di tre punti durante l'estate. La crescita delle operazioni pronti contro termine, pari al 35,7 per cento (erano diminuite del 16,3 nel 1999), riflette la strategia delle banche volta a espandere la raccolta mediante il ricorso a strumenti che hanno un peso contenuto sul passivo, limitando in questo modo gli effetti di un aumento dei rendimenti offerti sul costo totale della provvista. Nel complesso i depositi sono aumentati del 4,0 per cento (0,6 nel 1999).

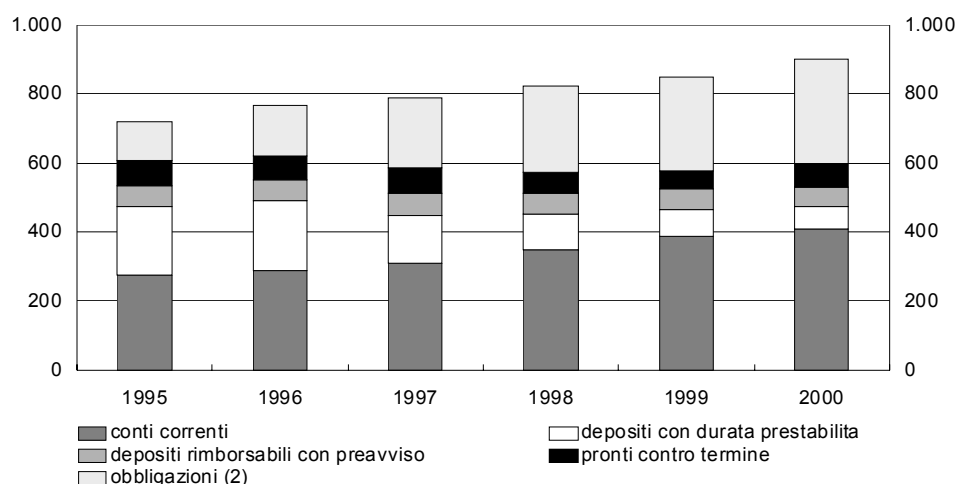
L'incremento dei depositi in conto corrente e a risparmio (esclusi quelli al portatore) detenuti dalle famiglie (6,6 miliardi di euro) è interamente attribuibile a quelli di importo

superiore a 50.000 euro, pari al 30 per cento del valore complessivo e facenti capo a poco più del 2 per cento del totale dei clienti. Sono invece rimasti invariati quelli degli altri clienti. Il diverso andamento dei depositi per classi di grandezza si è accompagnato a un forte ampliamento del differenziale tra tasso massimo e medio corrisposti alla clientela, passato nel corso dell'anno da 1,4 a 2,5 punti percentuali.

Le obbligazioni emesse dalle banche sono aumentate del 10,7 per cento (8,0 nel 1999); il loro peso sul totale della raccolta è passato nell'anno dal 31,8 al 33,3 per cento (fig. D14).

Fig. D14

RACCOLTA BANCARIA IN ITALIA (1)
(dati di fine periodo, miliardi di euro)



(1) Esclusi i depositi delle Amministrazioni pubbliche centrali. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Include le obbligazioni detenute da non residenti.

Lo sviluppo di un ampio mercato per le obbligazioni private nell'area dell'euro (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*) ha facilitato le emissioni di titoli da parte delle banche italiane sull'euromercato. Nel 2000 i collocamenti sono più che raddoppiati, a 20 miliardi di euro, corrispondenti a circa un quinto delle emissioni lorde delle banche italiane (un decimo nel 1999) e al 10,1 per cento del totale dei titoli collocati da intermediari dell'area.

Nel biennio successivo all'avvio della terza fase della UEM hanno emesso obbligazioni sull'euromercato 37 banche italiane; di queste, 24 si sono rivolte al mercato europeo per la prima volta, 28 sono di medie e piccole dimensioni. Un'analisi econometrica indica che il ricorso all'euromercato è agevolato, oltre che da una maggiore dimensione dell'emittente, dalla quotazione sui mercati ufficiali e da una più elevata qualità del credito. Le emissioni risultano inoltre più diffuse tra gli intermediari con una provvista sull'interno meno diversificata sia per tipo di passività emesse, sia per dimensione della clientela. I collocamenti di obbligazioni sull'euromercato, sebbene relativamente più onerosi di quelli effettuati sul mercato interno, consentono una più ampia articolazione delle fonti di finanziamento, conferiscono maggiore stabilità alla provvista ed evitano un aumento generalizzato del costo della raccolta.

Le obbligazioni con vincolo di subordinazione, che concorrono a formare gli aggregati patrimoniali rilevanti ai fini di vigilanza, sono ancora cresciute a ritmi molto sostenuti (63,9 per cento); alla fine dell'anno esse ammontavano a 31 miliardi di euro, il 10,2 per cento di quelle complessive. Tra le obbligazioni emesse sull'euromercato dalle banche italiane, quelle con un vincolo di subordinazione rappresentavano nel 2000 il 26,8 per cento del totale, a fronte del 7,9 per cento per il complesso delle banche dell'area dell'euro.

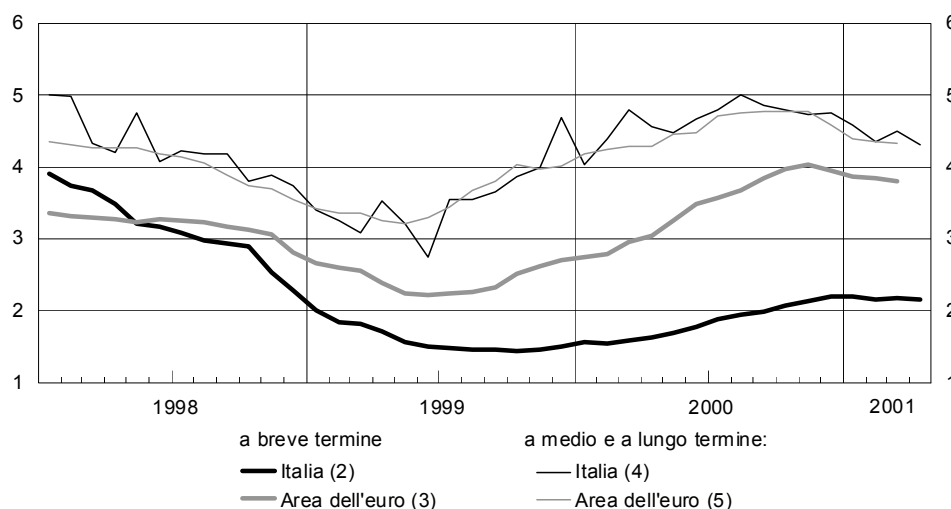
Nel 2000 la vita media residua della raccolta è leggermente aumentata, da 23,2 a 23,4 mesi. La vita media residua dell'attivo è passata da 30,5 a 29,6 mesi.

Nel valutare l'esposizione dei bilanci bancari alle fluttuazioni dei tassi di interesse occorre considerare l'elevata quota di attività e di passività a tasso variabile, il cui valore presenta una contenuta reattività alle condizioni del mercato. Se si approssima, per gli strumenti indicizzati, l'esposizione al rischio di tasso d'interesse con il tempo che intercorre tra le revisioni dei rendimenti, nel 2000 risultano diminuite sia la vita residua del passivo (a 11,7 mesi, da 13,3 nel 1999), sia quella dell'attivo (a 13,8 mesi, da 15,7).

In Italia il tasso di interesse medio sui depositi è salito di 0,7 punti percentuali, al 2,2 per cento (fig. D15); quello sui conti correnti di 0,9 punti, al 2,1 per cento. Il rendimento dei pronti contro termine passivi è aumentato in misura più consistente, di 1,8 punti, al 4,8 per cento. Nell'area dell'euro i tassi sui depositi con durata prestabilita fino a un anno sono aumentati di 1,2 punti.

Fig. D15

**TASSI SULLA RACCOLTA BANCARIA
IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO (1)**



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Tasso medio sui depositi in euro. - (3) Tasso sui depositi con durata prestabilita fino a un anno. - (4) Emissioni di obbligazioni a tasso fisso. - (5) Tasso sui depositi con durata prestabilita oltre 2 anni.

Il rendimento offerto dalle banche sulle emissioni obbligazionarie a tasso fisso in Italia è rimasto sostanzialmente stabile: alla fine del 2000 era pari al 4,8 per cento (4,7 nel dicembre del 1999), in linea con la remunerazione dei BTP quinquennali.

Il portafoglio titoli e la posizione netta sull'estero

Nel 2000 il valore contabile dei titoli di proprietà delle banche si è ridotto di 28,5 miliardi di euro e del 14,5 per cento, dopo il calo del 6,5 per cento registrato nel 1999. La flessione ha interessato i titoli di Stato, scesi dall'80,9 al 76,0 per cento del totale; le obbligazioni emesse da banche sono aumentate di 1,4 miliardi di euro e la loro quota è salita al 21,5 per cento.

Il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli) e l'aggregato che le comprende assieme ai prestiti è sceso dal 21,2 al 18,1 per cento, un valore contenuto sia nel confronto storico, sia rispetto alla media dell'area dell'euro.

Negli ultimi due anni il rapporto di liquidità per le banche italiane si è ridotto di 4,6 punti percentuali. Per le banche maggiori e grandi è sceso dal 17,4 al 14,8 per cento, per quelle medie dal 22,9 al 15,9 per cento, per le rimanenti dal 33,6 al 25,4 per cento. Nell'area dell'euro la diminuzione dell'indicatore di liquidità è stata molto più contenuta, dal 23,4 al 22,5 per cento. Per le banche francesi la flessione è stata di 2,4 punti percentuali, al 22,9 per cento; per quelle spagnole di 2,2 punti, al 15,8 per cento; il rapporto è aumentato dal 21,3 al 23,4 per cento per le banche tedesche.

Stime econometriche effettuate su un campione di oltre 500 banche italiane nel periodo 1986-1998 indicano che le scorte liquide rappresentano un importante fattore per attenuare gli effetti dei mutamenti delle condizioni monetarie sull'offerta di credito. Un aumento di un punto percentuale dei tassi ufficiali produrrebbe, nel lungo periodo, una flessione del tasso di crescita nominale dei prestiti dell'ordine di 0,5 punti per le banche meno liquide (quelle che si collocano nel primo decile della distribuzione del rapporto tra poste liquide e totale delle attività); l'entità della riduzione sarebbe assai inferiore (circa 0,2 punti) per quelle incluse nell'ultimo decile.

Le partecipazioni al capitale di società italiane detenute nel portafoglio delle banche sono cresciute di 10,0 miliardi di euro, a 62,2 miliardi. L'aumento ha riguardato per 9,4 miliardi quote in altri intermediari finanziari e in società strumentali. Le partecipazioni in imprese di assicurazione sono diminuite di 600 milioni di euro; quelle in imprese non finanziarie, prevalentemente in società non quotate, sono cresciute di 1,2 miliardi di euro, a 4,4 miliardi. Il valore delle azioni emesse da residenti detenute nel portafoglio delle banche è cresciuto di 700 milioni di euro; l'aumento dei titoli di imprese non finanziarie quotate in borsa ha più che compensato la diminuzione di quelli di società finanziarie.

L'indebitamento netto sull'estero delle banche italiane, escludendo gli effetti dovuti alle variazioni del cambio, è aumentato di 25,9 miliardi di euro

(tav. D14), di cui 4,4 miliardi nei confronti dei paesi aderenti alla UEM. Le attività sull'estero sono aumentate di 2,5 miliardi; la quota di quelle in euro è salita dal 67,3 al 71,4 per cento. Le passività sull'estero sono cresciute di 28,4 miliardi (di cui 26,1 miliardi denominate in euro), per 9,7 miliardi nei confronti degli altri paesi dell'area, per 6,2 miliardi nei confronti del Regno Unito, per 2,0 miliardi nei confronti degli Stati Uniti. Alla fine del 2000 la posizione netta sull'estero del sistema bancario italiano era debitoria per 77,9 miliardi di euro, pari al 4,4 per cento del totale dell'attivo bancario (57,4 miliardi e 3,7 per cento nel 1999).

Alla fine del 2000 l'indebitamento netto delle banche italiane nei confronti dei paesi non appartenenti all'area dell'euro era pari a 65,7 miliardi di euro e al 3,7 per cento del totale dell'attivo. Tra gli altri principali paesi dell'area, in Spagna si registrava un saldo negativo (69,5 miliardi e 6,0 per cento dell'attivo), in Francia e in Germania saldi positivi, rispettivamente per 57,4 e per 22,5 miliardi (1,5 e 0,4 per cento delle attività).

Tav. D14

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ SULL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE (1)
(consistenze di fine periodo; milioni di euro)

Voci	1998	1999	2000	Variazioni 1999/2000 (2)
Attività (a)=(b)+(c)	190.311	183.182	194.485	2.458
Area dell'euro (b)	87.235	93.065	102.467	5.295
Istituzioni monetarie e finanziarie	67.897	67.121	68.412	326
di cui: <i>prestiti</i>	61.721	57.705	58.760	1.056
<i>titoli</i>	1.941	4.339	3.705	-902
Altri residenti nell'area	19.339	25.944	34.055	4.969
di cui: <i>prestiti</i>	10.829	12.801	15.881	2.882
<i>titoli</i>	5.115	7.950	9.936	968
<i>di Amministrazioni pubbliche</i> ..	3.479	3.080	4.581	-1.527
Resto del mondo (c)	103.075	90.118	92.018	-2.837
di cui: <i>prestiti</i>	83.440	67.629	69.308	399
<i>titoli</i>	16.617	17.888	15.392	-3.475
Passività (d)=(e)+(f)	223.040	240.563	272.380	28.379
Area dell'euro (e)	96.048	104.825	114.670	9.718
Istituzioni monetarie e finanziarie	85.872	98.653	107.605	8.880
Altri residenti nell'area	10.176	6.172	7.065	838
di cui (3): <i>conti correnti</i>	1.296	2.031	2.743	680
<i>depositi</i>	8.274	3.642	4.250	619
<i>pronti contro termine</i>	509	460	38	-457
Resto del mondo (f)	126.992	135.738	157.710	18.661
Passività nette (d)-(a)	32.729	57.380	77.895	25.921
Area dell'euro (e)-(b)	8.813	11.760	12.203	4.423
Resto del mondo (f)-(c)	23.917	45.621	65.692	21.498

(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Le variazioni sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. - (3) Esclusi i depositi delle Amministrazioni pubbliche centrali.

I titoli in deposito presso le banche

Nel 2000 i titoli depositati in custodia presso le banche (contabilizzati al valore nominale) sono aumentati dell'1,6 per cento, a 1.600 miliardi di euro; tra questi quelli facenti capo alle gestioni patrimoniali bancarie sono scesi dell'11,2 per cento (tav. D15).

Tav. D15

TITOLI DEPOSITATI PRESSO LE BANCHE ITALIANE (1) (milioni di euro)

Voci	Totale					
	di cui:					Titoli esteri
	Emessi da soggetti residenti				Quote di OICR	
	Obbligazioni bancarie	Titoli di Stato	Azioni			
1999						
OICR	337.930	4.884	170.213	5.244	25.271	126.506
SIM e società fiduciarie .	53.934	2.108	17.088	2.353	20.819	10.576
Società assicurative	110.867	13.797	63.004	3.384	1.873	25.145
Banche e altre società finanziarie	189.066	27.249	72.028	17.998	41.161	26.543
Imprese (2)	111.977	22.512	31.732	20.226	15.699	17.119
Famiglie consumatrici ...	693.018	172.863	190.351	26.653	181.908	97.442
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ...	113.633	2.179	39.384	1.043	57.804	12.352
Altri	71.662	3.817	17.228	9.985	33.387	4.259
Totale	1.568.454	247.230	561.643	85.843	320.119	307.589
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ...	150.784	4.651	61.301	1.735	63.680	17.805
2000						
OICR	296.988	7.839	135.878	4.694	26.716	117.502
SIM e società fiduciarie .	42.822	1.687	18.255	2.601	6.441	12.755
Società assicurative	124.381	16.624	65.190	5.051	3.199	31.303
Banche e altre società finanziarie	263.262	33.711	107.635	21.591	41.330	51.980
Imprese (2)	108.179	21.923	26.333	20.703	14.598	18.293
Famiglie consumatrici ...	675.357	168.507	192.482	26.591	160.940	105.595
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ...	97.367	1.083	22.753	1.336	56.464	14.106
Altri	83.008	4.314	20.968	8.782	39.883	6.046
Totale	1.593.997	254.604	566.740	90.013	293.107	343.474
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ...	133.872	3.722	39.462	1.961	65.062	21.288

(1) Valore nominale. - (2) Società non finanziarie, finanziarie di partecipazione e imprese individuali.

Le attività in deposito facenti capo alle famiglie si sono ridotte del 2,5 per cento, riflettendo i riscatti netti di quote di fondi comuni di diritto italiano (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*); all'interno di questo aggregato i titoli di Stato sono tornati a crescere (1,1 per cento), invertendo la tendenza registrata dal 1996. I titoli esteri sono aumentati dell'8,4 per cento, al 15,6 per cento del totale dei titoli a custodia delle famiglie.

I conti economici

Nel 2000 il margine di interesse è tornato a crescere, per la prima volta dal 1995. L'aumento, pari a 2,4 miliardi di euro e al 7,6 per cento (tav. D16), è stato determinato soprattutto dalla forte espansione del volume dei prestiti, in presenza di una crescita moderata dei ricavi unitari.

Il rendimento unitario delle attività fruttifere e il costo unitario delle passività onerose sono entrambi cresciuti di 5 decimi di punto, rispettivamente al 6,0 e al 3,5 per cento (tav. aD18). L'aumento del margine di interesse è pertanto dovuto interamente all'espansione dei fondi fruttiferi. La crescita degli interessi attivi è stata determinata principalmente dall'ampia riallocazione del portafoglio a favore dei prestiti (dal 57,9 al 60,0 per cento dei fondi fruttiferi), a fronte di un aumento contenuto del loro ricavo unitario (dal 6,6 al 6,9 per cento). Alla crescita degli interessi passivi ha contribuito il maggior ricorso alla provvista sull'estero (dal 19,2 al 20,1 per cento dei fondi fruttiferi), il cui costo unitario, superiore a quello medio delle passività, è salito di circa un punto percentuale, al 4,5 per cento.

L'attività di negoziazione di titoli e valute ha generato proventi netti per 2,5 miliardi di euro, con una diminuzione del 14,7 per cento rispetto all'anno precedente. I ricavi da servizi, derivanti in larga parte dall'attività di gestione del risparmio, sono cresciuti del 21,4 per cento, in lieve rallentamento rispetto al 1999.

La turbolenza dei mercati azionari nel 2000 e il calo della raccolta dei fondi comuni hanno avuto effetti limitati nel complesso dell'anno sui proventi derivanti dall'attività di collocamento e di gestione di titoli per conto terzi. Le commissioni per il collocamento di valori mobiliari sono aumentate da 4,4 a 6,0 miliardi di euro, con un incremento del 9,9 per cento tra il primo e il secondo semestre dell'anno; i ricavi delle gestioni patrimoniali sono cresciuti da 1,3 a 1,6 miliardi di euro. Soltanto le commissioni per la custodia e l'amministrazione di titoli hanno registrato una contrazione, da 800 a 600 milioni di euro.

Le altre operazioni finanziarie hanno generato ricavi netti per 9,3 miliardi di euro, il 34,7 per cento in più rispetto al 1999. La crescita è attribuibile all'aumento dei dividendi su azioni e partecipazioni, cresciuti del 42,6 per cento, a 8,5 miliardi di euro. I dividendi derivano per metà dalle partecipazioni in altre banche.

CONTI ECONOMICI DELLE BANCHE ITALIANE: FORMAZIONE DELL'UTILE (1)

Voci	1997	1998	1999	2000	1997	1998	1999	2000
	In percentuale dei fondi intermediati				Variazioni percentuali			
Margine d'interesse (a)	2,32	2,15	1,95	1,92	-5,4	-1,1	-6,4	7,6
Altri ricavi netti (b) (2)	1,09	1,40	1,60	1,76	11,5	36,6	18,0	20,4
di cui: <i>negoziazione</i>	0,30	0,32	0,18	0,14	-16,5	14,1	-41,3	-14,7
servizi	0,41	0,62	0,73	0,81	45,5	59,6	22,7	21,4
altre operazioni finanziarie (2)	0,15	0,23	0,42	0,52	23,2	56,3	91,7	34,7
							(66,5)	(16,2)
Margine d'intermediazione (c=a+b) (2) ...	3,40	3,55	3,55	3,68	-0,6	11,0	3,2	13,4
							(0,6)	(10,9)
Costi operativi (d) (3)	2,33	2,16	2,15	2,05	2,6	1,9	2,7	4,7
di cui: <i>per il personale bancario</i> (3) (4)	1,44	1,30	1,26	1,16	-0,2	1,9	-0,4	0,9
Risultato di gestione (e=c-d) (2) (3)	1,07	1,39	1,40	1,63	-6,8	28,9	4,0	26,6
							(-2,9)	(21,6)
Rettifiche e riprese di valore e accantonamenti (f) (2) (5)	0,69	0,48	0,40	0,35	10,9	-25,9	-15,0	8,9
							(-6,8)	(-0,5)
di cui: <i>su crediti</i>	0,58	0,45	0,44	0,35	28,3	-16,2	-1,4	-11,9
Utile lordo (g=e-f) (2) (3) (5)	0,38	0,91	1,01	1,27	-28,1	111,3	13,9	33,6
							(-0,8)	(33,5)
Imposte (h) (5)	0,28	0,43	0,40	0,48	-5,4	59,8	-4,5	19,7
Utile netto (g-h)	0,09	0,48	0,61	0,79	-58,3	441,9	30,2	42,6
Dividendi distribuiti	0,16	0,25	0,37	0,43	9,2	71,1	49,7	27,7
	Altri indicatori							
	Utile lordo				Utile netto			
Utile in percentuale del capitale e delle riserve (ROE) (6)	5,9	13,8	15,4	18,4	1,7	7,5	9,7	11,6
	Consistenze				Variazioni percentuali			
Fondi intermediati (<i>milioni di euro</i>)	1.470.223	1.572.334	1.633.064	1.786.083	7,1	6,3	3,8	9,8
Dipendenti medi totali	347.799	345.699	343.057	342.837	-1,7	-0,7	-1,2	0,0
di cui: <i>dipendenti bancari</i>	343.522	341.427	338.751	338.855	-1,7	-0,7	-1,2	0,1
Fondi intermediati per dipendente (<i>migliaia di euro</i>)								
Valori nominali	4.227	4.548	4.760	5.210	9,0	7,0	5,0	9,7
Valori a prezzi costanti (7)	3.984	4.204	4.328	4.619	6,9	5,0	3,3	7,0
Costo unitario del personale bancario (3) (<i>migliaia di euro</i>)								
Valori nominali (8)	60,8	58,9	59,1	60,4	0,0	2,4	0,3	2,2
Valori a prezzi costanti (7) (8)	57,3	54,4	53,7	53,6	-2,0	0,5	-1,4	-0,4
<i>Per memoria (9):</i>								
Fondi intermediati (<i>milioni di euro</i>)	1.485.391	1.579.507	1.635.415	1.789.424	7,1	6,6	3,7	9,4
Numero dei dipendenti totali (10)	347.510	343.750	340.711	343.017	-2,0	-1,0	-0,9	0,7
di cui: <i>dipendenti bancari</i> (10)	343.722	339.415	336.487	339.556	-1,9	-1,2	-0,9	0,9

(1) Per le modalità di calcolo e la definizione delle voci cfr. nell'Appendice le sezioni: *Note metodologiche* e *Glossario*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati dell'ultimo anno sono provvisori. - (2) Fra parentesi sono riportati i tassi di crescita calcolati escludendo i dividendi percepiti su partecipazioni bancarie. - (3) I dati del 1998 sono confrontabili solo parzialmente con quelli degli anni precedenti in seguito alla soppressione dei contributi al SSN. I tassi di crescita del 1998 sono corretti sottraendo dalle spese per il personale del 1997 un importo pari a 3.400 euro per dipendente. - (4) Comprendono le competenze, gli oneri per il trattamento di fine rapporto e quelli previdenziali nonché le provvidenze varie per il personale bancario; i dati includono anche gli oneri straordinari sostenuti per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. Il personale bancario è ottenuto sottraendo dal numero totale dei dipendenti gli addetti alle esattorie e quelli distaccati presso altri enti e sommando i dipendenti di altri enti distaccati presso la banca. - (5) I tassi di crescita del 2000 sono calcolati includendo la fiscalità differita e anticipata dell'anno fra le componenti straordinarie di reddito, al fine di garantire la coerenza con le informazioni disponibili per il 1999. - (6) All'utile sono sommati il reddito netto delle filiali all'estero e la variazione del fondo rischi bancari generali. - (7) Dati deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (base 1995=100). - (8) Sono esclusi dalle spese per il personale bancario gli oneri straordinari per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. - (9) Dati riferiti all'intero sistema bancario, incluse le banche che non hanno inviato le informazioni di conto economico. - (10) Dati di fine periodo.

Nei conti economici riferiti all'intero sistema, i dividendi su azioni e partecipazioni bancarie costituiscono una duplicazione. A seconda dei criteri contabili adottati i dividendi delle società partecipate possono riferirsi agli utili conseguiti e distribuiti o a un'anticipazione di quelli relativi all'esercizio corrente. Per valutare i tassi di crescita del margine di intermediazione, del risultato di gestione e degli utili è preferibile escludere questi proventi. La correzione non è invece necessaria quando si calcolano i margini reddituali unitari e il ROE, in quanto anche i fondi intermediati e il capitale del sistema bancario sono calcolati come somma delle poste di bilancio delle singole banche.

Il margine di intermediazione è aumentato del 10,9 per cento. I costi operativi sono cresciuti del 4,7 per cento, quelli per il personale dello 0,9 per cento. Il costo per addetto è aumentato del 2,2 per cento, a 60.400 euro (117 milioni di lire).

Tra il 1995 e il 2000 il rapporto tra il costo del personale e il margine d'intermediazione, che approssima il costo del lavoro per unità di prodotto, è calato in Italia dal 42,5 al 31,4 per cento, riflettendo l'espansione dei ricavi (6,6 per cento in media annua) e il calo del numero degli addetti (da 353.000 a 339.000), a fronte di una crescita del costo unitario del personale del 2,2 per cento in media annua. Dal 1998 vi ha concorso la riduzione degli oneri sociali dovuta all'abolizione dei contributi al Sistema sanitario nazionale sostituiti dall'IRAP. Nel 1999, il rapporto tra costo del lavoro e margine d'intermediazione era pari al 37 per cento in Germania e in Francia, al 39 in Spagna, al 29 nel Regno Unito e al 36 in Italia.

Nel 2000 il numero dei dipendenti bancari è rimasto stabile; la riduzione di quelli degli istituti di dimensione maggiore ha compensato la crescita dovuta alla nascita di nuove banche e all'espansione di quelle più piccole. A queste ultime fa capo gran parte dei 1.000 sportelli aperti nell'anno (cfr. il capitolo della sezione E: *Struttura del sistema finanziario*).

La rete territoriale delle banche si è estesa in misura significativa per tutta la seconda parte degli anni novanta, in concomitanza con lo sviluppo dell'offerta di servizi bancari "a distanza".

Alla fine dello scorso anno 522 banche offrivano servizi attraverso il telefono o il computer. Analisi econometriche indicano che le modalità di accesso remoto sono più diffuse nelle province dove è più elevato il reddito pro capite e le imprese sono di più grande dimensione e in quelle dove vi è un maggior numero di sportelli per abitante, i mercati creditizi sono meno concentrati e i servizi di pagamento più evoluti (misurati dalla diffusione di POS). La quota dei clienti che effettuano operazioni bancarie attraverso Internet risulta positivamente correlata con la diffusione dei personal computer presso le famiglie, oltre che con il livello di istruzione. Le banche che hanno sviluppato maggiormente l'offerta di servizi per via remota hanno dimensioni relativamente più grandi, un minor numero di addetti per sportello e dispongono di una rete territoriale concentrata nelle regioni settentrionali. Le banche che per prime hanno offerto servizi attraverso il telefono o il computer tendono ad avere una quota di clienti "remoti" più elevata negli anni successivi all'avvio della nuova attività (il periodo oggetto di studio è tuttavia limitato). Lo sviluppo dell'offerta di servizi "a distanza" non sembra sinora essersi realizzato in alternativa a quello della rete distributiva tradizionale.

Nel 2000 l'erogazione di incentivi all'uscita anticipata ha riguardato 2.800 addetti (5.600 nel 1999). Dal 1997 i dipendenti che hanno utilizzato tali incentivi sono stati 21.900, per oltre un terzo funzionari o dirigenti; il costo totale per le banche è stato di 1,3 miliardi di euro.

Nell'aprile dello scorso anno è stato pubblicato il regolamento necessario per l'avvio del Fondo di solidarietà per il sostegno del reddito, dell'occupazione e della riconversione e riqualificazione professionale del personale dipendente dalle imprese di credito (DM 28.4.2000, n. 158). Il Fondo, che cesserà di esistere nel 2010, contribuisce al finanziamento di corsi di riqualificazione o riconversione del personale e sostiene il reddito dei lavoratori interessati dalla riduzione dell'orario di lavoro o dalla sospensione temporanea della prestazione. Interventi straordinari, interamente a carico delle banche interessate, sono inoltre destinati ad agevolare l'esodo anticipato dei dipendenti prossimi al conseguimento del diritto alla pensione, mediante la corresponsione di un sussidio e della contribuzione figurativa.

Le prestazioni ordinarie del Fondo sono finanziate mediante un contributo pari allo 0,50 per cento delle retribuzioni imponibili a fini previdenziali, versato per lo 0,375 per cento dai datori di lavoro e per la parte restante dai lavoratori. Le banche che accedono alle prestazioni per la riduzione dell'orario di lavoro o per la sospensione temporanea di parte dei dipendenti sono chiamate a versare un contributo addizionale, che può arrivare fino all'1,50 per cento delle retribuzioni.

I costi operativi diversi da quelli per il personale sono aumentati di 1,4 miliardi di euro e del 9,9 per cento; vi ha contribuito la crescita delle spese legali e di consulenza (200 milioni di euro e 16,3 per cento) e, soprattutto, di quelle per servizi di elaborazione dati (700 milioni di euro e 61,7 per cento), attività in gran parte effettuate da operatori esterni al settore bancario.

Tra il 1989 e il 1999 la spesa delle banche italiane per le tecnologie informatiche è stata pari al 9 per cento del totale dei costi operativi in ciascun anno, superando l'11 per cento nel 1998 e 1999. Nel decennio gli investimenti reali annui in hardware per addetto, aggiustati per tenere conto delle variazioni nella qualità dei prodotti (utilizzando un indice basato sui "prezzi edonici"), sono quadruplicati, mentre quelli per il software sono triplicati. Nel 1999 il valore complessivo del capitale in hardware, software e impianti dedicati all'elaborazione dei dati per addetto era superiore di 3,5 volte alla dotazione del 1989. Stime econometriche indicano che la crescita della dotazione di capitale informatico si è associata a significativi risparmi di costo per l'intera industria bancaria, misurati dagli spostamenti nel tempo della frontiera efficiente. Vi è inoltre evidenza che le banche con un ammontare di capitale informatico per addetto più elevato tendono a essere caratterizzate da più alti livelli di efficienza.

Il risultato di gestione è cresciuto del 21,6 per cento, a 29,0 miliardi di euro. Le rettifiche nette di valore sui crediti sono state pari a 6,3 miliardi di euro, con una riduzione di 800 milioni rispetto al valore già contenuto registrato lo scorso anno. Al lordo delle imposte dirette correnti, cresciute da 6,4 a 7,8 miliardi di euro, l'utile è aumentato da 16,3 a 21,9 miliardi di euro (33,5 per cento). Il rendimento del capitale e delle riserve è salito dal 9,7 all'11,6 per cento.

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2000 il risparmio affluito agli investitori istituzionali ha subito una riduzione per il secondo anno consecutivo. La raccolta netta consolidata è ammontata a 27.600 miliardi di lire, contro 139.500 miliardi nel 1999 (tav. D17). Il patrimonio gestito dagli operatori del settore è sceso dall'80,8 al 75,5 per cento del PIL. In rapporto alle attività finanziarie delle famiglie, la consistenza del risparmio gestito è scesa lievemente, al 31,8 per cento, un valore fra i più alti nell'area dell'euro.

Tav. D17

INVESTITORI ISTITUZIONALI: FLUSSI E CONSISTENZE DELLE ATTIVITÀ GESTITE (miliardi di lire e, fra parentesi, milioni di euro; valori percentuali)

Voci	Flussi netti				Consistenze di fine periodo			
	1999	2000	Quote percentuali		1999	2000	Quote percentuali	
			1999	2000			1999	2000
Fondi comuni	118.645 (61.275)	-13.353 (-6.896)	39,4	-11,4	920.311 (475.301)	871.188 (449.931)	43,1	39,7
Assicurazioni (1)	67.823 (35.028)	59.881 (30.926)	22,5	51,0	355.264 (183.479)	415.145 (214.404)	16,6	18,9
Fondi pensione (1)	10.376 (5.359)	6.875 (3.551)	3,4	5,9	141.239 (72.944)	148.114 (76.495)	6,6	6,8
Gestioni patrimoniali	103.976 (53.699)	64.065 (33.087)	34,6	54,5	716.985 (370.292)	759.234 (392.112)	33,6	34,6
Totale	300.820 (155.361)	117.468 (60.667)	100	100	2.133.799 (1.102.015)	2.193.681 (1.132.942)	100	100
Totale consolidato (2)	139.527 (72.060)	27.588 (14.248)			1.734.048 (895.561)	1.704.050 (880.068)		

(1) Per le assicurazioni e i fondi pensione rispettivamente, riserve tecniche e attivo di bilancio. I dati del 2000 sono stimati. - (2) Al netto degli investimenti tra le diverse categorie di intermediari.

Alla fine del 2000 i fondi comuni rappresentavano il 18,1 per cento del portafoglio (19,4 per cento nel 1999), le polizze assicurative e le gestioni patrimoniali il 6,3 e il 15,1 per cento rispettivamente (5,4 e 14,8 per cento nel 1999; tav. D18).

Dopo la forte crescita registrata nella seconda metà degli anni novanta, in Italia il risparmio gestito, in rapporto alle attività finanziarie delle famiglie, ha raggiunto valori comparabili a quelli osservati in Germania. In Italia, in particolare, è molto alta la percentuale

di ricchezza finanziaria delle famiglie detenuta sotto forma di quote di fondi comuni: alla fine del 1999 essa superava di quasi quattro punti percentuali quella registrata in Spagna e risultava doppia rispetto a quella di Francia e Germania.

L'intenso sviluppo degli investitori istituzionali italiani dalla metà degli anni novanta è stato alimentato dalla discesa dell'inflazione e dei tassi d'interesse, nominali e reali, dalla riduzione del fabbisogno finanziario dello Stato, dai provvedimenti di contenimento della previdenza pubblica, dalle innovazioni normative nel campo della intermediazione mobiliare e, soprattutto nel biennio 1999-2000, dalle fasi di forte espansione dei valori di borsa.

Tav. D18

**INVESTITORI ISTITUZIONALI: INCIDENZA DEI DIVERSI STRUMENTI
SULLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE**
(dati di fine periodo; quote percentuali)

Voci	1998				1999				2000
	Italia	Francia	Germania	Spagna	Italia	Francia	Germania	Spagna	Italia
Fondi comuni (1) ..	16,7	9,0	8,8	18,2	19,4	8,7	10,5	15,6	18,1
Assicurazioni e fondi pensione	5,0	20,5	24,8	9,8	5,7	18,6	24,6	10,1	6,6
di cui: assicurazioni	4,7	20,5	....	5,2	5,4	18,6	....	5,5	6,3
Altre istituzioni (2) .	12,5	-	-	-	14,8	-	-	-	15,1
di cui: investiti in fondi comuni ...	4,4	-	-	-	6,8	-	-	-	7,9
Totale	29,8	29,5	33,6	28,0	33,0	27,3	35,1	25,7	31,8

Fonte: Eurostat e Banca d'Italia.
(1) Sono inclusi i fondi di diritto estero. - (2) Gestioni di patrimoni su base individuale; include anche le gestioni di settori istituzionali diversi dalle famiglie.

Nel settore dei fondi comuni italiani si è registrato, soprattutto nei mesi in cui più rapida è stata la crescita delle quotazioni di borsa, un considerevole spostamento dal comparto obbligazionario a quello azionario. È ulteriormente aumentata la raccolta netta dei fondi localizzati all'estero controllati da intermediari italiani.

Nel complesso dell'anno il rendimento medio dei fondi comuni è stato negativo (-3,6 per cento), risentendo del calo delle quotazioni azionarie nei principali mercati. È proseguita la diversificazione internazionale del portafoglio dei fondi: la quota di titoli esteri è salita dal 52,2 al 57,1 per cento.

Le gestioni patrimoniali hanno registrato una raccolta netta inferiore a quella del 1999. Alla fine del 2000, oltre la metà del portafoglio era composta da quote di fondi. Il rendimento medio, pur negativo, è risultato superiore di quasi tre punti percentuali a quello dei fondi comuni, riflettendo la minore incidenza delle azioni, soprattutto estere, nel portafoglio.

Le riserve tecniche delle assicurazioni hanno mantenuto un ritmo di crescita elevato, mentre la raccolta premi ha subito un netto rallentamento rispetto all'anno precedente, ascrivibile interamente al ramo vita. La quota

dei mezzi amministrati dalle compagnie di assicurazione sul totale del patrimonio gestito dagli investitori istituzionali è salita di oltre due punti percentuali, al 18,9 per cento, a scapito di quella dei fondi comuni.

Il patrimonio dei fondi pensione è cresciuto del 4,9 per cento; quello dei fondi istituiti in seguito alla riforma del 1993 è salito dall'1,1 al 2,3 per cento del totale.

I fondi comuni di investimento mobiliare

Nel 2000 i fondi comuni italiani hanno registrato rimborsi netti per 13.400 miliardi di lire, contro una raccolta netta di 118.600 miliardi nel 1999 (tav. D19). I risparmiatori hanno invece effettuato cospicue sottoscrizioni di fondi di diritto estero controllati da intermediari italiani, la cui raccolta netta nel 2000 è stimabile in 70.100 miliardi di lire (52.100 miliardi nel 1999). Nel complesso, la raccolta netta dei fondi facenti capo a intermediari italiani è ammontata a 56.700 miliardi, pari a circa un terzo del valore del 1999.

Tra i fondi italiani, nel corso dell'anno si è avuta una forte riallocazione dei portafogli a favore dei fondi azionari e bilanciati, che hanno registrato un flusso di sottoscrizioni nette pari, rispettivamente, a 82.800 e 27.500 miliardi di lire; la raccolta netta è stata cospicua soprattutto nel primo quadrimestre dell'anno, in una fase caratterizzata dal forte apprezzamento dei corsi azionari nei principali mercati. Riscatti netti per ammontari ingenti hanno invece interessato i fondi obbligazionari e monetari (83.500 e 44.600 miliardi, rispettivamente). Le sottoscrizioni nette di fondi di diritto estero sono risultate concentrate nel comparto azionario (43.400 miliardi), ma hanno riguardato anche quelli obbligazionario e bilanciato (14.100 e 12.800 miliardi rispettivamente).

I dati disponibili per altri sei paesi dell'area dell'euro, tra cui Germania, Lussemburgo e Spagna, indicano nel complesso una considerevole raccolta netta, pur in presenza di cospicui riscatti di quote in Spagna. Come nel nostro paese, molto sostenuta è stata la domanda di fondi azionari, mentre si è riscontrato generalmente un deflusso di risparmio dal comparto obbligazionario.

Le società di gestione italiane hanno offerto nuovi prodotti rientranti nelle tipologie di fondi comuni introdotte nel 1999. Nel corso dell'anno sono stati istituiti numerosi fondi di fondi, organismi che, investendo in quote di altri fondi, diversificano il portafoglio avvalendosi delle politiche di investimento di diversi gestori. Hanno inoltre preso avvio fondi riservati a investitori qualificati, prevalentemente istituzionali (cfr. il capitolo della sezione E: *La struttura del sistema finanziario*).

PORTAFOGLIO TITOLI DEI FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI (1)
(miliardi di lire, milioni di euro e quote percentuali)

Voci	1999	2000		Gennaio-marzo 2001 (2)		1999	2000	Marzo 2001 (2)
	lire	euro	lire	euro				
	Flussi netti					Consistenze di fine periodo (composizione percentuale)		
Titoli di Stato e obbligazioni italiane	-29.970	-59.089	-30.517	-17.126	-8.845	37,8	32,3	32,1
A breve termine e indicizzati	-8.084	-27.185	-14.040	279	144	10,1	7,1	7,5
BOT	-8.992	-5.596	-2.890	1.698	877	1,6	1,0	1,3
CCT	908	-21.589	-11.150	-1.419	-733	8,5	6,1	6,2
A medio e a lungo termine	-21.886	-31.904	-16.477	-17.405	-8.989	27,7	25,1	24,5
CTZ	-23.326	-22.230	-11.481	-6.397	-3.304	4,9	2,3	1,6
BTP	-3.065	-10.276	-5.307	-9.339	-4.823	20,5	20,3	20,4
Altri	4.506	602	311	-1.669	-862	2,3	2,6	2,5
Azioni italiane ...	-10.305	-3.865	-1.996	-3.783	-1.954	9,9	10,6	9,5
Titoli esteri	161.948	68.222	35.234	11.271	5.821	52,2	57,1	58,4
Obbligazioni	82.584	-8.634	-4.459	18.123	9.360	24,3	24,7	29,0
Azioni	79.364	76.856	39.693	-6.852	-3.539	27,9	32,4	29,4
Altre attività finanziarie	8	126	65	-23	-12	0,1	0,0	0,0
Totale ...	121.681	5.394	2.786	-9.662	-4.990	100,0	100,0	100,0
<i>Per memoria:</i>								
Raccolta netta ...	118.645	-13.353	-6.896	-18.488	-9.548			
Fondi obbligazionari	2.612	-83.480	-43.114	-5.766	-2.978			
Fondi monetari ..	26.333	-44.610	-23.039	10.539	5.443			
Fondi bilanciati ..	18.375	27.538	14.222	-7.064	-3.648			
Fondi azionari ..	69.830	82.808	42.767	-15.144	-7.821			
Fondi globali ...	1.495	4.391	2.268	-1.053	-544			
Portafoglio (miliardi di lire)						868.886	808.555	762.127

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Dati provvisori.

La quota di mercato delle società di gestione di fondi comuni controllate da banche risulta assai elevata in tutti i principali paesi europei. I fondi di emanazione bancaria gestiscono l'88,0 per cento del patrimonio complessivo in Francia, il 90,3 per cento in Germania, il 94,0 in Spagna e in Italia; nel Regno Unito e nei Paesi Bassi, caratterizzati da un forte sviluppo dei mercati finanziari, ai fondi bancari fa capo poco meno della metà del patrimonio complessivo. La quota del mercato dei fondi comuni riconducibile a banche estere, assai contenuta nei Paesi Bassi e in Germania, è pari al 13 per cento in Italia; oscilla tra il 16 e il 20 per cento in Francia, in Spagna e nel Regno Unito.

Alla fine del 2000 il patrimonio netto dei fondi armonizzati italiani era pari a 871.200 miliardi di lire, inferiore del 5,3 per cento al livello dell'anno precedente. Considerando anche i fondi esteri di emanazione italiana, il patrimonio complessivo facente capo a intermediari del nostro paese è invece aumentato dell'1,5 per cento, a 1.059.800 miliardi, mentre la sua quota sul totale del patrimonio dei fondi comuni dell'area dell'euro è scesa dal 21,6 al 19,0 per cento.

Il patrimonio dei fondi azionari italiani alla fine del 2000 ammontava a 155,7 miliardi di euro (tav. D20), pari al 34,6 per cento del patrimonio complessivo dei fondi comuni italiani; tra i principali paesi, solo la Francia registra una quota più contenuta, pari al 28,3 per cento. Il peso dei fondi azionari sale al 60,9 per cento del totale in Germania, al 56,9 negli Stati Uniti e al 76,4 in Gran Bretagna. I fondi obbligazionari rappresentano in Italia il 34,6 per cento del totale, una quota superiore di circa otto punti percentuali a quella corrispondente dell'area dell'euro e tripla rispetto a quella degli Stati Uniti.

Tav. D20

**PATRIMONIO NETTO DEI FONDI COMUNI
NEI PRINCIPALI PAESI EUROPEI E NEGLI STATI UNITI**
(dati di fine periodo in miliardi di euro)

Voci		Italia (1)	Germania	Francia	Lussemburgo e Irlanda (2)		Area dell'euro (2)	Regno Unito	Stati Uniti
						di cui: controllati da intermediari italiani			
Patrimonio netto	1999	475	236	652	751	64	2.492	369	6.815
	2000	450	253	766	942	97	2.885	415	7.573
in % del PIL	1999	42,9	11,9	48,3			43,1	25,8	73,6
	2000	38,6	12,4	54,5			44,8	27,7	70,7
di cui (3):									
azionari	1999	140	133	154	267	17	859	299	4.023
	2000	156	154	217	351	50	1.146	318	4.306
interni	1999	26	37	70	....	....	....	180	3.441
	2000	27	35	116	....	7	....	230	....
europei	1999	42	39	16	....	....	....	41	....
	2000	56	44	24	....	17	....	49	....
altri	1999	71	58	68	....	....	....	78	....
	2000	72	75	77	....	25	....	38	....
obbligazionari	1999	204	64	156	241	13	807	31	804
	2000	156	57	129	264	36	770	36	879
bilanciati	1999	110	12	164	56	....	441	23	381
	2000	116	15	202	67	10	521	31	381

Fonte: FEFSI, ICI, Assogestioni ed elaborazioni Banca d'Italia.

(1) Al fine di effettuare il confronto con gli altri paesi, in questa tavola la classificazione dei fondi per comparto è stata effettuata in base alle definizioni adottate in sede europea dalla FEFSI e pertanto differisce da quella utilizzata nelle altre tavole della Relazione. - (2) I dati disponibili per i Paesi Bassi e per l'Irlanda sono relativi, rispettivamente, alla fine del 1999 e al settembre 2000. - (3) La classificazione dei fondi adottata in ambito internazionale prevede, oltre alle categorie di fondi azionaria, bilanciata e obbligazionaria, anche la categoria dei fondi monetari e una categoria residuale; i dati relativi a queste due ultime categorie non vengono riportati nella tavola.

Nel comparto azionario la quota di patrimonio facente capo a intermediari specializzati nelle borse nazionali è la più bassa in Italia, dove è pari al 17,4 per cento. È leggermente più alta in Germania (22,7 per cento), mentre risulta di gran lunga più elevata in Francia e nel Regno Unito, dove raggiunge, rispettivamente, il 53,3 e il 72,5 per cento. In Italia inoltre è assai rilevante l'incidenza dei fondi che investono in azioni di altri paesi europei, mentre quella dei fondi specializzati nelle borse statunitensi e asiatiche è simile a quella che si registra in Germania e in Francia.

Nel 2000 il rendimento medio negativo dei fondi comuni italiani (-3,6 per cento, contro 12,6 nel 1999; tav. D21) ha riflesso soprattutto la flessione del valore delle quote dei fondi azionari (-8,8 per cento), determinata dal calo delle quotazioni nelle principali borse mondiali (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*). Nel comparto obbligazionario il rendimento è andato aumentando nel corso dell'anno, portandosi al 4,3 per cento in dicembre (dallo 0,3 per cento nel 1999).

Tav. D21

**RENDIMENTI DEI FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI
E DEI PRINCIPALI INVESTIMENTI ALTERNATIVI (1)**
(valori percentuali)

Anni	Fondi comuni (1)				Investimenti alternativi					
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	Totale	Azioni italiane (2)	Azioni estere (3)	BTP (4)	CCT (4)	BOT (5)	Obbligazioni estere (6)
1990	-13,3	-8,0	10,5	-3,5	-23,2	-26,1	12,1	14,2	11,2	-0,8
1991	7,5	7,3	11,6	9,9	0,8	19,3	13,6	13,2	11,2	17,6
1992	5,2	3,9	11,3	8,3	-7,8	22,8	9,8	10,4	11,1	35,9
1993	37,1	32,8	19,9	25,4	46,4	42,6	25,0	17,3	12,1	29,8
1994	-3,6	-1,2	-1,3	-2,4	2,2	-0,9	-0,8	7,4	7,4	-4,0
1995	1,3	3,9	10,4	6,8	-2,1	18,2	15,6	11,3	9,0	16,7
1996	8,4	9,5	9,4	9,3	16,9	8,5	19,2	9,9	8,9	-1,1
1997	30,3	24,8	6,6	11,8	59,5	34,2	11,4	6,1	5,7	18,1
1998	22,2	18,1	5,2	9,4	41,6	16,8	10,4	5,3	4,3	7,0
1999	35,7	16,7	0,3	12,6	22,3	45,4	-1,5	3,3	3,2	13,7
2000	-8,8	-0,5	4,3	-3,6	5,4	-6,1	6,3	4,4	3,7	8,2

(1) Compresa le Sicav. - (2) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana; include i dividendi. - (3) Variazioni percentuali dell'indice Morgan Stanley delle borse mondiali; sono inclusi i dividendi, al netto delle ritenute alla fonte, e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio. - (4) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione relativo ai prezzi dei titoli rilevati alla borsa italiana; fino al 1998, calcolata al netto della ritenuta del 12,5 per cento. - (5) Tasso all'emissione dei BOT a 12 mesi all'inizio dell'anno; fino al 1998, calcolato al netto della ritenuta del 12,5 per cento. - (6) Variazione percentuale dell'indice J.P. Morgan dei mercati obbligazionari mondiali, escluso il mercato italiano; tiene conto delle variazioni del tasso di cambio.

Nel biennio 1999-2000 nei tre principali paesi dell'area dell'euro le commissioni di gestione dei fondi azionari sono lievemente aumentate rispetto ai valori medi degli anni precedenti, riflettendo l'elevato volume di risparmio affluito verso tale comparto. Secondo i dati raccolti dalla società Lipper, le provvigioni di gestione dei fondi azionari nel biennio sono salite di circa due decimi di punto in Francia, all'1,5 per cento, di poco meno di un decimo di punto in Italia, all'1,6 per cento, e di cinque centesimi di punto in Germania, allo 0,9 per

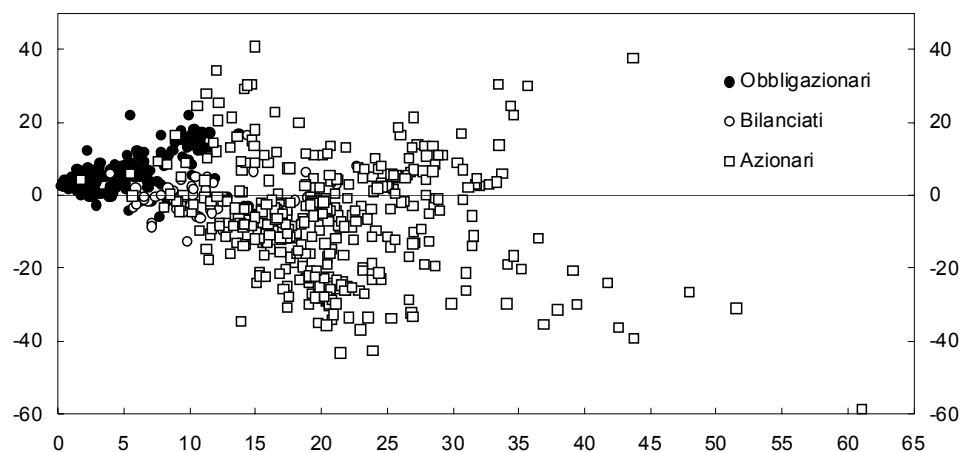
cento. Incrementi più contenuti delle commissioni sono stati registrati anche nel comparto dei fondi bilanciati. Le provvigioni di gestione dei fondi obbligazionari sono leggermente cresciute in Francia, portandosi all'1,1 per cento, in linea con quelle registrate in Italia; le commissioni dei fondi obbligazionari tedeschi sono invece scese di quasi un decimo di punto, allo 0,6 per cento. Un calo generalizzato è stato infine registrato dalle commissioni di gestione dei fondi monetari, che nel 2000 erano pari allo 0,8 per cento in Italia, allo 0,9 in Francia e allo 0,5 in Germania.

Il grado di dispersione dei rendimenti all'interno dei singoli comparti è aumentato lievemente rispetto all'anno precedente per i fondi obbligazionari, mentre si è ridotto per quelli azionari: per i primi, i risultati hanno oscillato tra un minimo del -5,8 per cento e un massimo del 22,1 per cento; per i fondi azionari i rendimenti sono stati invece compresi tra -58,6 e 40,9 per cento (fig. D16). La variabilità dei rendimenti dei singoli fondi è rimasta relativamente contenuta all'interno del comparto obbligazionario (tra lo 0,2 e il 22,9 per cento), mentre è stata assai elevata in quello azionario (tra l'1,7 e il 61,0 per cento), raggiungendo i valori massimi nel caso di alcuni intermediari specializzati in investimenti nelle borse asiatiche e in titoli di società ad alta tecnologia.

Fig. D16

**FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI:
RENDIMENTO E VARIABILITÀ (1)**

(valori percentuali nel periodo dicembre 1999 - dicembre 2000)



(1) Asse verticale: rendimento; asse orizzontale: deviazione standard dei rendimenti giornalieri.

Come nel 1999 i fondi comuni hanno effettuato cospicui acquisti netti di azioni estere (76.900 miliardi di lire, contro 79.400 nel 1999), mentre per le azioni italiane si sono avuti smobilizzi per 3.900 miliardi (contro 10.300 miliardi nel 1999; tav. D19). All'interno del portafoglio obbligazionario, le consistenti vendite di titoli di Stato si sono concentrate per oltre i due terzi sui CCT e sui CTZ. I fondi hanno inoltre effettuato disinvestimenti netti di obbligazioni estere per 8.600 miliardi.

Alla fine del 2000 i titoli di Stato italiani costituivano il 29,6 per cento del portafoglio complessivo dei fondi comuni italiani, in calo di 6,2 punti percentuali rispetto all'anno precedente; a fronte di un'ulteriore riduzione della quota di titoli a breve termine e a tasso variabile, quella dei BTP si è stabilizzata poco al di sopra del 20 per cento. Le azioni italiane rappresentavano il 10,6 per cento del portafoglio complessivo (9,9 per cento nel 1999). È invece salita considerevolmente, dal 52,2 al 57,1 per cento, l'incidenza dei titoli esteri, a causa soprattutto del forte incremento della quota di azioni, dal 27,9 al 32,4 per cento; l'aumento ha interessato in proporzioni simili sia le azioni di altri paesi dell'area dell'euro sia quelle di paesi esterni all'area, che alla fine dell'anno costituivano oltre due terzi del totale delle azioni estere detenute dai fondi italiani (70,8 per cento alla fine del 1999; tav. D22). Il lieve incremento del peso delle obbligazioni estere (dal 24,3 al 24,7 per cento) è dovuto per lo più ai titoli di Stato di altri paesi dell'area, che alla fine dell'anno formavano circa un decimo del portafoglio complessivo.

Tav. D22

**PORTAFOGLIO TITOLI DEI FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI:
 COMPOSIZIONE PER EMITTENTE E PER VALUTA (1)**
*(valori di mercato; consistenze di fine periodo in miliardi di lire e,
 fra parentesi, in milioni di euro)*

Anni	Titoli di Stato e obbligazioni						Azioni			Totale (2)
	Emittenti italiani			Emittenti esteri			Emittenti italiani	Emittenti esteri		
	Settore pubblico	Banche	Imprese	Area dell'euro		Altri		Area dell'euro	Altri	
				di cui: titoli di Stato						
Titoli in euro										
1999 .	310.990 (160.613)	9.424 (4.867)	4.093 (2.114)	107.355 (55.444)	82.607 (42.663)	27.720 (14.316)	86.408 (44.626)	69.874 (36.087)	126 (65)	615.989 (318.132)
2000 .	241.778 (124.868)	10.175 (5.255)	4.539 (2.344)	105.029 (54.243)	80.975 (41.820)	24.941 (12.881)	85.659 (44.239)	82.586 (42.652)	213 (110)	554.919 (286.592)
Titoli in valute esterne all'area dell'euro										
1999 .	3.967 (2.049)	139 (72)	.. (. .)	3.139 (1.621)	469 (242)	72.506 (37.446)	37 (19)	1.088 (562)	171.501 (88.573)	252.377 (130.342)
2000 .	4.277 (2.209)	103 (53)	.. (. .)	2.724 (1.407)	366 (189)	67.181 (34.696)	70 (36)	1.115 (576)	177.819 (91.836)	253.289 (130.813)
Totale portafoglio										
1999 .	314.958 (162.662)	9.563 (4.939)	4.093 (2.114)	110.493 (57.065)	83.076 (42.905)	100.225 (51.762)	86.445 (44.645)	70.962 (36.649)	171.627 (88.638)	868.367 (448.474)
2000 .	246.055 (127.077)	10.278 (5.308)	4.539 (2.344)	107.753 (55.650)	81.341 (42.009)	92.122 (47.577)	85.728 (44.275)	83.701 (43.228)	178.032 (91.946)	808.209 (417.405)

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Differisce da quello della tavola D19, in quanto non comprende la voce "altre attività finanziarie".

Le gestioni di patrimoni mobiliari

Nel 2000 la raccolta netta delle gestioni patrimoniali si è mantenuta elevata (64.100 miliardi di lire; tav. D23), anche se inferiore a quella del 1999 (104.000 miliardi). Cospicua nei primi due trimestri, essa ha interessato esclusivamente le gestioni effettuate dalle società di gestione del risparmio (SGR), che nell'anno hanno raccolto 78.400 miliardi di lire.

Tav. D23

PORTAFOGLIO TITOLI DELLE GESTIONI PATRIMONIALI ITALIANE (1) (miliardi di lire, milioni di euro e quote percentuali)

Voci	1999		2000 (2)		1998	1999	2000 (2)
	lire	euro	lire	euro			
	Flussi netti				Consistenze di fine periodo (composizione percentuale)		
Titoli di Stato e obbligazioni italiane	-1.574	-813	-6.894	-3.561	48,7	36,3	31,3
A breve termine e indicizzati .	9.184	4.743	-5.036	-2.601	14,6	10,6	7,7
BOT	8.450	4.364	-1.013	-523	2,3	1,2	0,5
CCT	1.881	971	-4.023	-2.078	12,3	9,4	7,2
A medio e a lungo termine . . .	-10.759	-5.556	-1.858	-960	34,1	25,7	23,6
CTZ	-3.278	-1.693	-758	-392	4,4	1,5	0,7
BTP	-3.161	-1.632	-1.211	-625	23,7	17,9	16,2
Altri	-2.722	-1.406	111	57	2,0	2,0	1,2
Obbligazioni	-1.083	-559	..	..	3,9	4,3	5,5
Azioni italiane	149	77	-2.463	-1.272	5,1	5,8	5,8
Quote di fondi comuni italiani	21.425	11.065	30.044	15.516	34,6	41,5	44,8
Titoli esteri	38.035	19.643	34.868	18.008	11,5	15,7	16,9
Obbligazioni	286	148	-2.939	-1.518	7,1	6,1	5,0
Azioni	6.256	3.231	3.347	1.729	1,7	3,5	2,5
Quote di fondi comuni	31.493	16.265	34.459	17.797	2,6	6,1	9,3
Altre attività finanziarie	253	130	3.696	1.909	0,1	0,7	1,2
Totale	58.287	30.102	59.251	30.600	100,0	100,0	100,0
<i>Per memoria:</i>							
Raccolta netta	103.976	53.699	64.065	33.087			
Banche	28.855	14.902	-14.141	-7.303			
SIM	25.349	13.092	-213	-110			
SGR	49.772	25.705	78.419	40.500			
Portafoglio (miliardi di lire)					514.948	691.920	735.649

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. - (2) Dati provvisori.

Il patrimonio amministrato è cresciuto del 5,9 per cento, raggiungendo i 759.200 miliardi di lire. La quota di risorse che fa capo alle SGR è salita rapidamente nel corso dell'anno, dal 26,8 al 35,6 per cento, anche per effetto delle trasformazioni di alcune SIM in SGR e della tendenza dei gruppi bancari a concentrare nelle SGR l'attività di gestione individuale.

Per la prima volta dall'inizio degli anni novanta, il risultato finanziario delle gestioni (misurato dall'incremento del patrimonio netto depurato del flusso della raccolta, che approssima il rendimento della gestione nell'ipotesi di un integrale reinvestimento delle cedole maturate) è risultato lievemente negativo (-0,8 per cento, contro 8,1 per cento nel 1999). Se si ipotizza che la composizione del portafoglio dei fondi comuni detenuti dalle gestioni coincida con quella del complesso dei fondi italiani, il differenziale di rendimento positivo con i fondi comuni (pari a 2,8 punti percentuali) è dovuto soprattutto all'incidenza, ancora elevata, dei titoli di Stato italiani nel portafoglio delle gestioni, e al peso relativamente contenuto delle azioni estere. Il risultato riflette gli andamenti differenziati delle diverse categorie di intermediari: mentre il rendimento conseguito dalle gestioni delle banche e delle SIM è stato negativo (rispettivamente, -0,8 e -1,3 per cento), quello delle SGR è stato lievemente positivo (0,4 per cento).

Gli acquisti netti di titoli da parte delle gestioni patrimoniali, pari a 59.300 miliardi di lire, sono stati in gran parte costituiti da sottoscrizioni di quote di fondi comuni italiani ed esteri, per un ammontare di 30.000 e 34.500 miliardi rispettivamente. Le gestioni hanno ceduto titoli di Stato e azioni italiane rispettivamente per 6.900 e 2.500 miliardi, mentre hanno acquistato azioni estere per 3.300 miliardi.

Alla fine del 2000 il 54,1 per cento del portafoglio complessivo delle gestioni patrimoniali era investito in quote di fondi comuni. Attribuendo ai fondi comuni detenuti dalle gestioni una composizione del portafoglio analoga a quella media dei fondi italiani, l'incidenza dei titoli di Stato italiani nel portafoglio delle gestioni sarebbe pari a circa il 48,8 per cento (17 punti percentuali in più rispetto ai fondi). Il peso delle azioni italiane sarebbe solo lievemente superiore a quello nel portafoglio dei fondi comuni (11,6 per cento, contro 10,6), mentre la quota di titoli esteri sarebbe molto più bassa (38,4 per cento, contro 57,1 per i fondi comuni), soprattutto a causa della minore incidenza delle azioni (20,1 per cento, contro 32,4).

Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione

Le compagnie di assicurazione. - Nel 2000 i premi raccolti dalle compagnie di assicurazione sono ammontati a 77.000 miliardi di lire nel ramo vita e a 53.900 miliardi nel ramo danni, con un aumento rispetto all'anno precedente, rispettivamente, di 8.100 e 3.100 miliardi di lire (tav. D24). Il ritmo

di crescita della raccolta complessiva (9,4 per cento) si è dimezzato rispetto alla media del triennio 1997-99; ciò ha riflesso il forte rallentamento dei premi del ramo vita, cresciuti dell'11,8 per cento, meno di un terzo del valore dei tre anni precedenti.

Tav. D24

COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE: PRINCIPALI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ
(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in miliardi di lire
e, fra parentesi, in milioni di euro)

Anni	Attività						Passività		Per memoria: raccolta premi (4)
	Depositi e con- tante (1)	Titoli (1)	Mutui e annualità (2)	Immobili	Altri attivi netti	Totale	Riserve tecniche (3)	Patrimonio netto	
Ramo vita									
1996	2.012	137.856	1.808	10.319	4.226	156.221	130.890	25.331	26.063
1997	2.849	170.707	1.948	10.177	6.349	192.030	165.017	27.013	36.986
1998	3.519	218.725	1.897	4.744	5.249	234.134	205.434	28.700	51.277
1999	4.333 (2.237)	279.225 (144.207)	1.430 (739)	4.321 (2.232)	7.979 (4.121)	297.288 (153.536)	266.483 (137.627)	30.805 (15.909)	68.925 (35.597)
2000 (5) . .	5.306 (2.740)	335.296 (173.166)	1.514 (782)	4.242 (2.191)	8.595 (4.439)	354.953 (183.318)	320.254 (165.398)	34.699 (17.920)	77.033 (39.784)
Ramo danni									
1996	3.045	62.816	626	13.063	11.192	90.742	69.109	21.633	41.650
1997	2.929	66.634	1.603	13.183	14.301	98.650	75.267	23.383	44.450
1998	3.033	75.684	919	11.871	16.380	107.887	82.007	25.880	47.440
1999	3.252 (1.680)	82.441 (42.577)	519 (268)	12.018 (6.207)	16.816 (8.685)	115.046 (59.416)	88.781 (45.851)	26.265 (13.565)	50.820 (26.246)
2000 (5) . .	3.551 (1.834)	93.235 (48.152)	742 (383)	11.827 (6.108)	14.903 (7.697)	124.258 (64.174)	94.891 (49.007)	29.367 (15.167)	53.933 (27.854)
Totale									
1996	5.057	200.672	2.434	23.382	15.418	246.963	199.999	46.964	67.713
1997	5.778	237.341	3.551	23.360	20.650	290.680	240.284	50.396	81.436
1998	6.552	294.409	2.816	16.615	21.629	342.021	287.441	54.580	98.717
1999	7.585 (3.917)	361.666 (186.784)	1.949 (1.007)	16.339 (8.438)	24.795 (12.807)	412.334 (212.953)	355.264 (183.479)	57.070 (29.474)	119.745 (61.843)
2000 (5) . .	8.857 (4.574)	428.531 (221.318)	2.256 (1.165)	16.069 (8.299)	23.498 (12.136)	479.211 (247.491)	415.145 (214.404)	64.066 (33.087)	130.966 (67.638)

(1) In lire e in valuta; sono incluse le attività affidate alle gestioni patrimoniali. - (2) Al netto delle corrispondenti voci passive. - (3) Al netto delle cessioni per riassicurazioni. - (4) Dati relativi al lavoro diretto italiano; includono i premi incassati dalle sedi secondarie nei paesi della UE. - (5) Dati parzialmente stimati.

Da un'indagine condotta presso 329 banche risulta che nel 2000 gli accordi finalizzati alla vendita di polizze assicurative mediante la rete degli sportelli bancari hanno interessato 90 compagnie assicurative e 2.282 prodotti. Circa un quarto delle polizze è stato lanciato nel corso dello stesso anno (contro il 37 per cento nel 1999); quelle collocate da ciascuna banca sono aumentate del 35 per cento rispetto al 1999. Le spese in rapporto ai premi si sono ridotte leggermente, confermando il trend degli ultimi anni.

Dal 1° gennaio dell'anno in corso, con l'entrata in vigore del D.lgs. 18 febbraio 2000, n. 47, sono stati introdotti i piani di previdenza individuali, assoggettati alla disciplina fiscale della previdenza complementare (cfr. il capitolo: Gli investitori istituzionali nella Relazione sull'anno 1999). La legge consente di costituire il proprio piano sia per il tramite di fondi pensione aperti, sia sottoscrivendo contratti assicurativi con finalità previdenziale, ovvero polizze che prevedono l'erogazione della prestazione solo al compimento dell'età pensionabile e dopo aver soddisfatto requisiti di partecipazione minima. La legge disciplina inoltre il diritto del risparmiatore di trasferire da un intermediario all'altro le proprie posizioni o di riscattarle all'interno di un piano di previdenza individuale.

Le riserve tecniche hanno mantenuto un ritmo di crescita sostenuto, pari al 16,9 per cento, raggiungendo i 415.100 miliardi di lire. Le riserve del ramo vita sono aumentate del 20,2 per cento; alla fine dell'anno esse rappresentavano il 77,1 per cento delle riserve complessive (75,0 per cento alla fine del 1999). Il portafoglio titoli è ancora aumentato considerevolmente, da 361.700 a 428.500 miliardi di lire; è invece diminuito lievemente il patrimonio immobiliare (da 16.300 a 16.100 miliardi).

Nel 2000 è ulteriormente salito il peso delle azioni e dei fondi comuni nel portafoglio delle compagnie di assicurazione, portatosi rispettivamente al 21,0 e all'11,3 per cento (contro il 19,8 e il 7,8 per cento nel 1999; tav. D25). Ha invece subito una nuova flessione la quota di titoli di Stato, scesa dal 44,8 al 38,3 per cento.

I portafogli di attività finanziarie sottostanti le diverse tipologie di polizze vita sono molto differenziati. Secondo i dati resi noti dall'Isvap, alla fine del terzo trimestre del 2000 le attività complessive che fanno capo alle polizze vita rivalutabili, pari a 203.200 miliardi di lire, erano investite per oltre l'84,1 per cento in titoli a reddito fisso, costituiti per oltre la metà da BTP. Le azioni costituivano il 7,2 per cento del patrimonio ed erano rappresentate in gran parte da titoli italiani. Le quote di fondi comuni costituivano il 5,4 per cento del totale. Assai più elevata risultava invece l'incidenza delle azioni nel portafoglio delle gestioni collettive cui sono indicizzate le polizze unit-linked.

Ifondi pensione. - Alla fine del 2000 il patrimonio complessivo dei fondi pensione e degli enti di previdenza esterni all'INPS ammontava a 148.100 miliardi di lire, il 4,9 per cento in più rispetto all'anno precedente (tav. D26). Il patrimonio dei fondi pensione istituiti secondo il nuovo regime della previdenza complementare del 1993 era salito a 3.400 miliardi di lire, pari al 2,3 per cento del totale; quello dei fondi preesistenti alla riforma del 1993 aveva raggiunto i 60.000 miliardi. Il patrimonio degli enti previdenziali era aumen-

tato da 83.900 a 84.700 miliardi. Alla fine del 2000 le attività gestite dai fondi pensione e dagli enti previdenziali erano pari al 6,6 per cento del PIL.

Tav. D25

COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE: PORTAFOGLIO TITOLI (1)
(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in miliardi di lire
e, fra parentesi, in milioni di euro)

Anni	Titoli in euro					Titoli in valute esterne all'area dell'euro		Quote fondi comuni	Totale
	Titoli pubblici e obbligazioni			Azioni (2)	Totale	di cui: azioni (2)			
	Titoli pubblici	Obbliga- zioni	Totale						
Ramo vita									
1998 ...	123.415	45.508	168.923	27.923	196.846	13.146	1.891	8.733	218.725
1999 ...	126.255 (65.205)	69.018 (35.645)	195.273 (100.850)	35.750 (18.463)	231.023 (119.313)	21.204 (10.951)	6.192 (3.198)	26.998 (13.943)	279.225 (144.207)
2000 (3)	127.391 (65.792)	91.607 (47.311)	218.998 (113.103)	46.459 (23.994)	265.457 (137.097)	23.271 (12.018)	8.080 (4.173)	46.568 (24.050)	335.296 (173.166)
Ramo danni									
1998 ...	34.469	12.935	47.404	22.998	70.402	4.573	995	709	75.684
1999 ...	35.780 (18.479)	12.871 (6.648)	48.651 (25.126)	27.970 (14.445)	76.621 (39.572)	4.566 (2.358)	1.541 (796)	1.254 (648)	82.441 (42.577)
2000 (3)	36.621 (18.913)	16.093 (8.311)	52.714 (27.225)	33.924 (17.520)	86.638 (44.745)	4.885 (2.523)	1.693 (874)	1.712 (884)	93.235 (48.152)
Totale									
1998 ...	157.884	58.443	216.327	50.921	267.248	17.719	2.886	9.442	294.409
1999 ...	162.035 (83.684)	81.889 (42.293)	243.924 (125.977)	63.720 (32.908)	307.644 (158.885)	25.770 (13.309)	7.733 (3.994)	28.252 (14.590)	361.666 (186.784)
2000 (3)	164.012 (84.705)	107.700 (55.623)	271.712 (140.328)	80.383 (41.514)	352.095 (181.842)	28.156 (14.541)	9.773 (5.047)	48.280 (24.934)	428.531 (221.318)

(1) Sono incluse le attività affidate alle gestioni patrimoniali. Il portafoglio delle attività relative ai fondi pensione e ai prodotti connessi con fondi di investimento e indici di mercato è parzialmente stimato. - (2) Comprese le partecipazioni. - (3) Dati parzialmente stimati.

Gli enti di previdenza esterni all'INPS, riguardanti alcune categorie di lavoratori autonomi, di liberi professionisti e di dipendenti pubblici e privati, pur non rientrando tra le istituzioni cui è richiesta l'iscrizione all'albo dei fondi pensione istituito presso l'apposita commissione di vigilanza, costituiscono una importante forma di gestione collettiva del risparmio a fini previdenziali. La maggior parte di questi enti eroga le prestazioni secondo il criterio della capitalizzazione dei contributi versati dai lavoratori.

L'attivo degli enti previdenziali continua a caratterizzarsi per l'elevata incidenza degli immobili e dei mezzi liquidi (pari, rispettivamente, al 47,1 e al 30,5 per cento del totale). I fondi preesistenti alla riforma del 1993 deten-

gono invece porzioni cospicue del proprio patrimonio sotto forma di obbligazioni e azioni (pari rispettivamente al 47,6 e al 19,6 per cento del totale).

Tav. D26

FONDI PENSIONE ED ENTI DI PREVIDENZA: PRINCIPALI ATTIVITÀ (1)

(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in miliardi di lire e, fra parentesi, in milioni di euro)

Voci	1999				2000 (2)			
	Enti di previdenza (3)	Fondi pensione		Totale	Enti di previdenza (3)	Fondi pensione		Totale
		Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993			Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993	
Liquidità	23.458 (12.115)	1.079 (557)	94 (49)	24.631 (12.721)	25.814 (13.332)	1.593 (823)	210 (109)	27.618 (14.263)
Obbligazioni . . .	11.532 (5.956)	27.699 (14.305)	897 (463)	40.128 (20.724)	11.743 (6.065)	28.573 (14.757)	2.007 (1.037)	42.324 (21.858)
di cui:								
titoli pubblici (4)	9.125 (4.713)	12.013 (6.204)	. . . . (. . . .)	21.138 (10.917)	9.312 (4.809)	11.469 (5.923)	. . . . (. . . .)	20.781 (10.733)
Azioni	988 (510)	10.779 (5.567)	347 (179)	12.113 (6.256)	1.088 (562)	11.747 (6.067)	776 (401)	13.610 (7.029)
Mutui e altre attività finanziarie . . .	8.216 (4.243)	9.291 (4.798)	169 (88)	17.676 (9.129)	6.195 (3.199)	9.848 (5.086)	379 (196)	16.423 (8.482)
Immobili	39.717 (20.512)	6.973 (3.601)	- (-)	46.690 (24.114)	39.868 (20.590)	8.271 (4.272)	- (-)	48.139 (24.862)
Totale attività	83.911 (43.336)	55.821 (28.829)	1.507 (778)	141.239 (72.944)	84.708 (43.748)	60.033 (31.004)	3.373 (1.742)	148.114 (76.495)

(1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. - (2) Dati provvisori. - (3) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
- (4) Per i fondi istituiti prima della riforma del 1993, il dato si riferisce ai soli intermediari vigilati dalla Banca d'Italia.

Secondo i dati resi noti dalla Covip, al 31 marzo 2001 risultavano autorizzati all'esercizio dell'attività 23 fondi negoziali e 85 fondi aperti (rispettivamente 6 e 79 alla fine del 1999). Per i fondi negoziali, il tasso di adesione (ovvero il rapporto tra il numero degli iscritti e quello dei potenziali aderenti) è salito dal 26,5 del 1999 al 32,5 per cento. La maggior parte delle contribuzioni ai fondi aperti è avvenuta mediante gli sportelli bancari (83,8 per cento); quella operata per il tramite delle compagnie di assicurazione è risultata pari al 9,6 per cento.

Le scelte di portafoglio delle due tipologie di fondi previdenziali istituiti dopo la riforma del 1993 risultano molto differenziate. Mentre il patrimonio dei fondi pensione negoziali è costituito quasi per tre quarti da obbligazioni, quello dei fondi pensione aperti è ripartito in proporzioni simili in obbligazioni, azioni e fondi comuni e include una quota elevata di attività liquide.

IL MERCATO DEI VALORI MOBILIARI

Nel corso del 2000 l'andamento delle quotazioni azionarie in Italia è stato influenzato dall'evoluzione del ciclo in Europa e dalle aspettative relative al suo andamento negli Stati Uniti. Le oscillazioni dei corsi sono state assai ampie soprattutto nel settore dei titoli tecnologici, le cui quotazioni avevano raggiunto nei primi mesi dell'anno valori assai elevati in relazione ai fondamentali dell'economia reale e alla redditività delle aziende. Più stabili sono risultati i corsi dei titoli obbligazionari a lungo termine, pur in presenza di un aumento dei tassi a carico della maggior parte degli emittenti. Le imprese private hanno effettuato un ampio ricorso ai mercati finanziari, sia attraverso collocamenti di obbligazioni sull'euromercato, sia attraverso emissioni azionarie in borsa.

I rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato italiani sono rimasti stabili nei primi dieci mesi del 2000; sono poi discesi di circa 0,5 punti percentuali nell'ultimo bimestre dell'anno, al delinarsi di segnali di rallentamento ciclico. La riduzione si è in parte riflessa sui tassi d'interesse reali, il cui livello, storicamente basso, si è mantenuto in linea con quello prevalente nel complesso dell'area dell'euro. Si sono lievemente ampliati i differenziali di interesse rispetto ai Bund tedeschi, che hanno assunto il ruolo di titoli benchmark nel comparto a lungo termine in euro.

Le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono aumentate rispetto al 1999. Come negli anni precedenti si sono concentrate nei comparti a medio e a lungo termine; la durata finanziaria dei titoli quotati è ulteriormente aumentata, oltrepassando alla fine del 2000 la soglia dei tre anni. L'MTS italiano ha assicurato elevata liquidità agli scambi di titoli pubblici per tutto il corso dell'anno, non risentendo in misura significativa della concorrenza di circuiti elettronici alternativi. Le negoziazioni di derivati sui titoli di Stato decennali dell'area dell'euro, concentrate sui contratti relativi al Bund tedesco, sono aumentate in misura considerevole.

Le emissioni nette di obbligazioni a medio e a lungo termine da parte di operatori privati italiani sono state nel 2000 in linea con il valore assai elevato dell'anno precedente; la maggior parte delle nuove emissioni è stata collocata sul mercato internazionale. Nella seconda metà dell'anno, il peggioramento delle prospettive della crescita mondiale e l'elevato livello di indebitamento raggiunto in taluni settori industriali si sono riflessi negativamente sul merito di credito degli emittenti, dando luogo a un incremento del costo del finanziamento obbligazionario.

Tra l'inizio e la fine del 2000 la borsa italiana ha fatto registrare, all'opposto delle altre maggiori piazze europee, un leggero incremento dei corsi, riflettendo sia l'andamento favorevole dei titoli bancari e assicurativi sia una flessione delle quotazioni nel comparto delle telecomunicazioni meno pronunciata che negli altri paesi. La capitalizzazione della borsa italiana si attestava nel marzo 2001 intorno al 60 per cento del prodotto interno lordo, un valore ancora relativamente contenuto nel confronto europeo; nel corso dell'anno si sono quotate 45 nuove imprese italiane.

I titoli del settore pubblico

L'offerta e la domanda di titoli. - Nel 2000 le emissioni nette di titoli pubblici in Italia sono state pari a 14,7 miliardi di euro (28.400 miliardi di lire), contro 5,5 miliardi nel 1999 (tav. D27). L'aumento ha riflesso soprattutto la crescita del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche rispetto all'anno precedente (cfr. il capitolo della sezione C: *La politica di bilancio*).

Nell'area dell'euro le emissioni nette di titoli di Stato hanno invece continuato a ridursi, risultando nel 2000 di circa un quarto inferiori a quelle del 1999. L'offerta si è concentrata nei comparti a medio e a lungo termine, dove i titoli italiani hanno costituito circa il 25 per cento dei collocamenti netti, contro il 23 per cento dei titoli tedeschi e di quelli francesi. Le emissioni lorde si sono ridotte di circa un decimo; la quota collocata sulle scadenze a medio e a lungo termine è discesa di poco più di un punto percentuale, al 54,3 per cento.

Il peso delle emissioni nette di titoli di Stato italiani su quelle del complesso dell'area dell'euro si è ridotto sensibilmente negli anni novanta, riflettendo il processo di risanamento dei conti pubblici nel nostro paese. Tale quota, ancora superiore al 51 per cento nel 1991, ha di poco superato l'8 per cento nel 2000 (fig. D17). La quota italiana sulle emissioni lorde dell'area rimane invece elevata (il 38,1 per cento, contro il 50,6 nel 1991), risentendo dell'ingente volume di titoli in scadenza.

Proseguendo nella strategia volta all'allungamento della durata finanziaria del debito, il Tesoro italiano ha effettuato cospicue emissioni nette di BTP (47,6 miliardi di euro). Per i titoli a breve termine (BOT e CTZ) e per i CCT, i collocamenti netti sono risultati negativi, come negli anni precedenti. Le emissioni nette di prestiti della Repubblica, negative per 3,9 miliardi di euro nel 1999, hanno raggiunto i 13,8 miliardi. La durata finanziaria dei titoli pubblici italiani è passata nel corso dell'anno da 2 anni e 11 mesi a 3 anni e 1 mese (fig. D18). Alla fine del 2000 in Italia i BTP costituivano oltre la metà della consistenza totale dei titoli pubblici; la quota complessiva dei titoli di Stato era invece pari al 79,5 per cento (80,9 per cento alla fine del 1999).

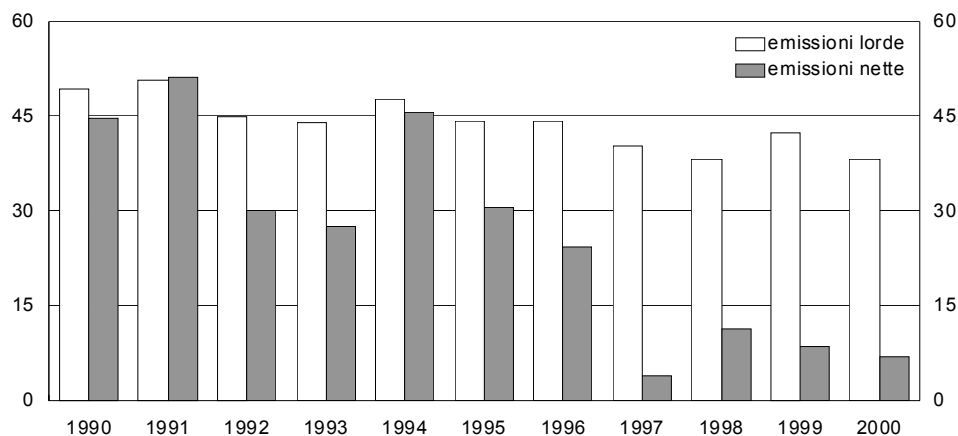
EMISSIONI DI TITOLI DI STATO E DI OBBLIGAZIONI (1)*(valori in miliardi di lire e, fra parentesi, in milioni di euro)*

Emittenti	Emissioni lorde			Emissioni nette			Consistenze (2)		
	1999	2000	Gen.-mar. 2001 (3)	1999	2000	Gen.-mar. 2001 (3)	1999	2000	Marzo 2001 (3)
Settore pubblico	807.785 (417.186)	674.411 (348.304)	234.662 (121.193)	10.688 (5.520)	28.394 (14.665)	66.958 (34.581)	2.130.948 (1.100.543)	2.168.142 (1.119.752)	2.235.710 (1.154.648)
BOT	373.493 (192.893)	318.807 (164.650)	100.237 (51.768)	-35.107 (-18.131)	-33.982 (-17.550)	24.833 (12.825)	231.661 (119.643)	197.680 (102.093)	222.512 (114.918)
CTZ	95.069 (49.099)	64.511 (33.317)	22.056 (11.391)	-17.097 (-8.830)	-43.492 (-22.462)	-13.021 (-6.725)	159.740 (82.499)	120.852 (62.415)	109.575 (56.591)
CCT (4)	39.823 (20.567)	38.474 (19.870)	13.797 (7.126)	-52.723 (-27.229)	-15.219 (-7.860)	2.296 (1.186)	472.376 (243.962)	456.936 (235.988)	459.157 (237.135)
BTP	275.239 (142.149)	206.672 (106.737)	78.266 (40.421)	146.858 (75.846)	92.217 (47.626)	41.816 (21.596)	1.056.384 (545.577)	1.150.917 (594.399)	1.191.083 (615.143)
CTE .....	.. (..)	.. (..)	.. (..)	-18.879 (-9.750)	-3.377 (-1.744)	-968 (-500)	6.281 (3.244)	2.904 (1.500)	1.936 (1.000)
Prestiti della Re- pubblica	19.581 (10.113)	37.978 (19.614)	19.820 (10.236)	-7.600 (-3.925)	26.728 (13.804)	12.328 (6.367)	107.721 (55.633)	136.695 (70.597)	149.612 (77.268)
Altri	4.579 (2.365)	7.970 (4.116)	487 (252)	-4.765 (-2.461)	5.519 (2.851)	-325 (-168)	96.784 (49.985)	102.158 (52.760)	101.834 (52.593)
Banche	157.707 (81.449)	164.707 (85.064)	48.536 (25.067)	19.827 (10.240)	32.285 (16.674)	13.526 (6.986)	456.518 (235.772)	489.464 (252.787)	503.178 (259.870)
Imprese	23.543 (12.159)	37.633 (19.436)	9.452 (4.882)	13.368 (6.904)	26.054 (13.456)	4.957 (2.560)	47.061 (24.305)	69.193 (35.735)	77.079 (39.808)
Totale ...	989.035 (510.794)	876.751 (452.804)	292.652 (151.142)	43.882 (22.663)	86.733 (44.794)	85.442 (44.127)	2.634.528 (1.360.620)	2.726.800 (1.408.275)	2.815.968 (1.454.326)
<i>Per memoria:</i>									
Riacquisti di ti- toli di Stato (5)	36.002 (18.593)	21.950 (11.336)	.. (..)	-	-	-	-	-	-
<i>Composizione percentuale (6)</i>									
Settore pubblico	81,7	76,9	80,2	24,4	32,7	78,4	80,9	79,5	79,4
BOT	46,2	47,3	42,7	-328,5	-119,7	37,1	10,9	9,1	10,0
CTZ	11,8	9,6	9,4	-160,0	-153,2	-19,4	7,5	5,6	4,9
CCT (4)	4,9	5,7	5,9	-493,3	-53,6	3,4	22,2	21,1	20,5
BTP	34,1	30,6	33,4	1.374,0	324,8	62,5	49,6	53,1	53,3
CTE .....	..	..	..	-176,6	-11,9	-1,4	0,3	0,1	0,1
Prestiti della Re- pubblica	2,4	5,6	8,4	-71,1	94,1	18,4	5,1	6,3	6,7
Altri	0,6	1,2	0,2	-44,6	19,4	-1,0	4,5	4,7	4,6
Banche	15,9	18,8	16,6	45,2	37,2	15,8	17,3	18,0	17,9
Imprese	2,4	4,3	3,2	30,5	30,0	5,8	1,8	2,5	2,7
Totale ...	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>In % del PIL ...</i>	<i>46,1</i>	<i>38,8</i>	<i>12,4</i>	<i>2,0</i>	<i>3,8</i>	<i>3,6</i>	<i>122,8</i>	<i>120,8</i>	<i>118,9</i>

(1) Per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. Le mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.
 - (2) Valori nominali di fine periodo. - (3) Dati provvisori. - (4) I CCT comprendono solo i certificati di credito del Tesoro a cedola variabile. - (5) Comprendono sia quelli effettuati sul mercato sia quelli effettuati alla scadenza dei titoli. Valori nominali. - (6) La composizione percentuale all'interno dei titoli del settore pubblico si riferisce al totale dei titoli di tale settore.

Fig. D17

**EMISSIONI LORDE E NETTE DI TITOLI DI STATO ITALIANI
IN PERCENTUALE DI QUELLE DELL'AREA DELL'EURO (1)**



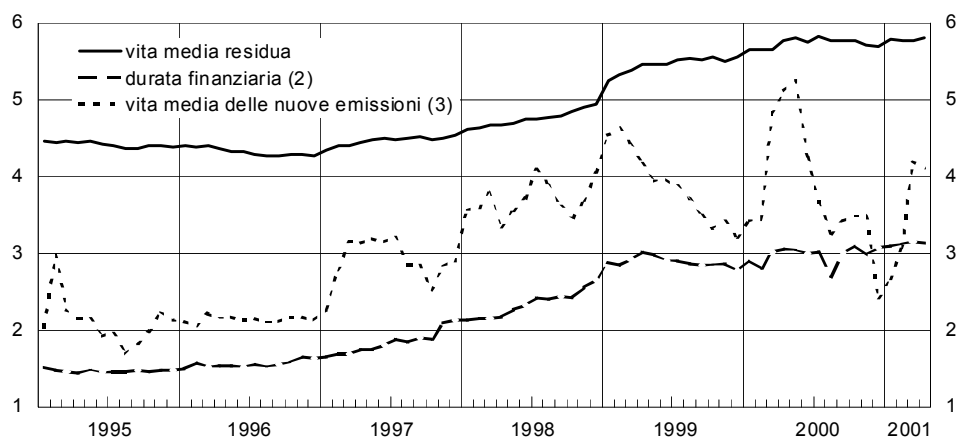
Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) I dati relativi all'area dell'euro escludono i Paesi Bassi e il Portogallo.

Le banche e i fondi comuni hanno ridotto il portafoglio di titoli di Stato (tav. D28). Acquisti netti di BTP, CCT e CTZ sono stati invece effettuati dalle imprese e dalle famiglie, che hanno manifestato un maggiore interesse per i titoli di Stato soprattutto negli ultimi mesi dell'anno, in concomitanza con la caduta dei corsi azionari. I titoli pubblici in possesso di non residenti sono saliti dal 38,6 al 41,2 per cento di quelli in circolazione, per effetto dei cospicui acquisti di BTP e di prestiti della Repubblica.

Fig. D18

TITOLI DI STATO: VITA MEDIA E DURATA FINANZIARIA (1)
(anni)



(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Titoli quotati sull'MTS. - (3) Media mobile dei 3 mesi terminanti in quello indicato.

ACQUISTI NETTI E CONSISTENZE DI TITOLI (1)
(valori in miliardi di lire e, fra parentesi, in milioni di euro)

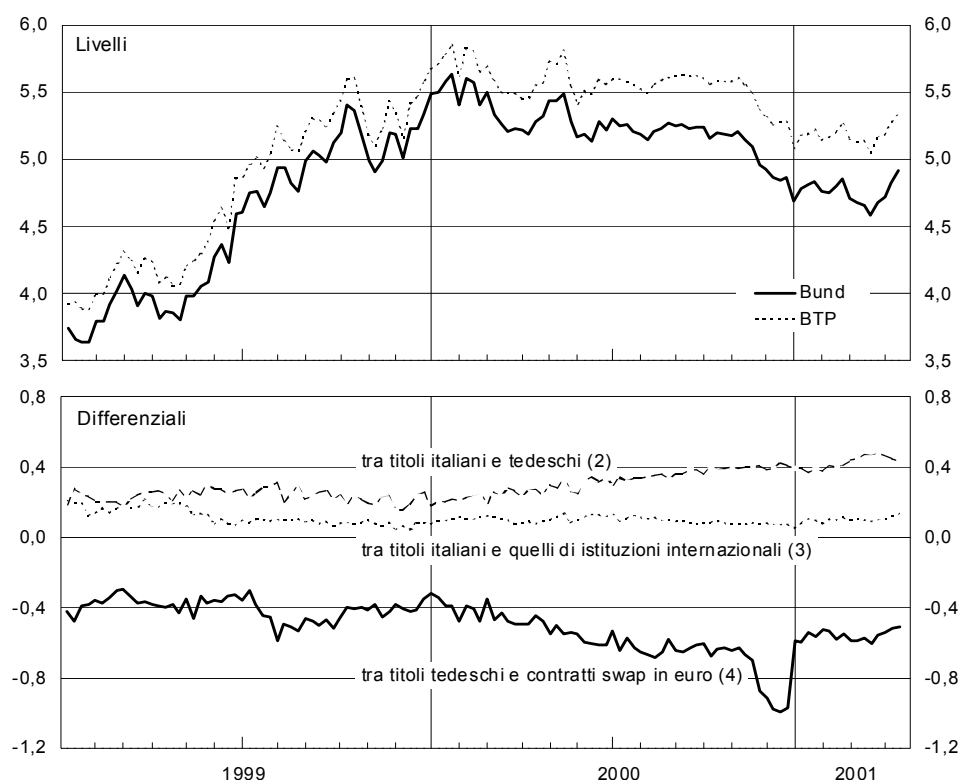
Sottoscrittori	Settore pubblico						Obbligazioni	Totale settore pubblico e obbligazioni	Azioni quotate italiane
	BOT	CTZ	CCT	BTP	Altri (2)	Totale			
Acquisti netti (valori)									
1999									
Banca d'Italia-UIC	-230	-389	-7.005	1.071	122	-6.432	76	-6.356	672
Banche	-15.608	-3.253	-12.137	3.203	3.737	-24.058	8.948	-15.109	2.981
Ist. di assicurazione	-1.900	163	-2.525	4.548	1.760	2.047	775	2.821	7.418
Fondi comuni	-8.992	-23.326	908	-3.065	-689	-35.165	5.195	-29.970	-4.907
Estero (3)	41.839	36.183	-13.015	124.048	-10.913	178.142	....	178.142	-8.396
Altri investitori (4)	-50.216	-26.474	-18.949	17.053	-25.261	-103.846	18.199	-85.647	43.604
Totale	-35.107	-17.097	-52.723	146.858	-31.244	10.688	33.193	43.882	41.372
2000									
Banca d'Italia-UIC	143 (74)	.. (. .)	6.392 (3.301)	-1.905 (-984)	2.273 (1.174)	6.903 (3.565)	-8 (-4)	6.895 (3.561)	447 (231)
Banche	-18.809 (-9.714)	-2.902 (-1.499)	-18.600 (-9.606)	-18.900 (-9.761)	957 (494)	-58.255 (-30.086)	2.666 (1.377)	-55.588 (-28.709)	916 (473)
Ist. di assicurazione	-403 (-208)	-937 (-484)	6.481 (3.347)	-2.267 (-1.171)	-1.090 (-563)	1.783 (921)	11.360 (5.867)	13.143 (6.788)	9.658 (4.988)
Fondi comuni	-5.596 (-2.890)	-22.230 (-11.481)	-21.589 (-11.150)	-10.276 (-5.307)	-469 (-242)	-60.160 (-31.070)	1.071 (553)	-59.089 (-30.517)	95 (49)
Estero (3)	-5.888 (-3.041)	-28.175 (-14.551)	2.951 (1.524)	108.120 (55.839)	23.267 (12.016)	100.275 (51.788)	.... (...)	100.275 (51.788)	-3.319 (-1.714)
Altri investitori (4)	-3.429 (-1.771)	10.752 (5.553)	9.147 (4.724)	17.445 (9.010)	3.932 (2.031)	37.847 (19.546)	43.250 (22.337)	81.098 (41.884)	12.170 (6.285)
Totale	-33.982 (-17.550)	-43.492 (-22.462)	-15.219 (-7.860)	92.217 (47.626)	28.870 (14.910)	28.394 (14.664)	58.340 (30.130)	86.733 (44.794)	19.967 (10.312)
Consistenze (quote percentuali)									
Dicembre 2000									
Banca d'Italia-UIC	0,1	0,3	2,5	2,7	32,5	5,6	0,1	4,4	1,0
Banche	6,1	12,0	22,1	5,9	6,3	9,7	12,8	10,3	0,7
Ist. di assicurazione	0,8	1,7	8,0	9,7	2,8	7,3	6,7	7,2	3,0
Fondi comuni	4,2	15,9	10,8	14,1	2,4	11,3	2,7	9,5	5,6
Estero (3)	60,1	41,9	21,2	43,4	52,3	41,2	....	....	14,6
Altri investitori (4)	28,7	28,2	35,4	24,2	3,7	24,9	....	....	75,1
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Totale	197.680 (102.093)	120.852 (62.415)	456.936 (235.988)	1.150.917 (594.399)	241.757 (124.857)	2.168.142 (1.119.752)	558.658 (288.523)	2.726.800 (1.408.275)	1.530.190 (790.277)

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. Gli acquisti netti sono valutati al valore di mercato. Le percentuali sulle consistenze dei titoli di Stato e delle obbligazioni sono valutate al valore nominale, quelle delle azioni al valore di mercato. - (2) Sono inclusi i prestiti della Repubblica, la cui ripartizione è parzialmente stimata. Le quote percentuali dell'estero e degli altri investitori sono corrette per tener conto di sfasamenti contabili. - (3) I CCT includono tutti i certificati di credito del Tesoro. - (4) Famiglie, imprese, Amministrazioni centrali e locali, Istituti di previdenza, Cassa DD.PP. e SIM; i dati riferiti alle azioni sono parzialmente stimati.

I tassi di interesse. - Nel 2000 si è interrotto l'aumento dei tassi d'interesse a medio e a lungo termine. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono rimasti relativamente stabili fino a ottobre; in quel mese il tasso d'interesse del BTP benchmark a dieci anni si attestava al 5,6 per cento, circa 0,4 punti al di sopra del corrispondente titolo tedesco (fig. D19). Negli ultimi due mesi dell'anno, con l'emergere di segnali di deterioramento della congiuntura internazionale e con l'attenuarsi dei rischi d'inflazione nell'area dell'euro, i rendimenti sono discesi di circa mezzo punto percentuale; sono poi rimasti relativamente stabili per tutto il primo trimestre dell'anno in corso. Nel 2000 la volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale si è gradualmente ridotta, portandosi in ottobre al di sotto dei valori minimi toccati l'anno precedente. Dopo un lieve rialzo, temporaneo, è rimasta nei primi mesi del 2001 su questo livello (fig. D20).

Fig. D19

**RENDIMENTI LORDI DEI TITOLI DECENNALI ITALIANI E TEDESCHI
E PRINCIPALI DIFFERENZIALI D'INTERESSE (1)**
(dati settimanali; valori e punti percentuali)



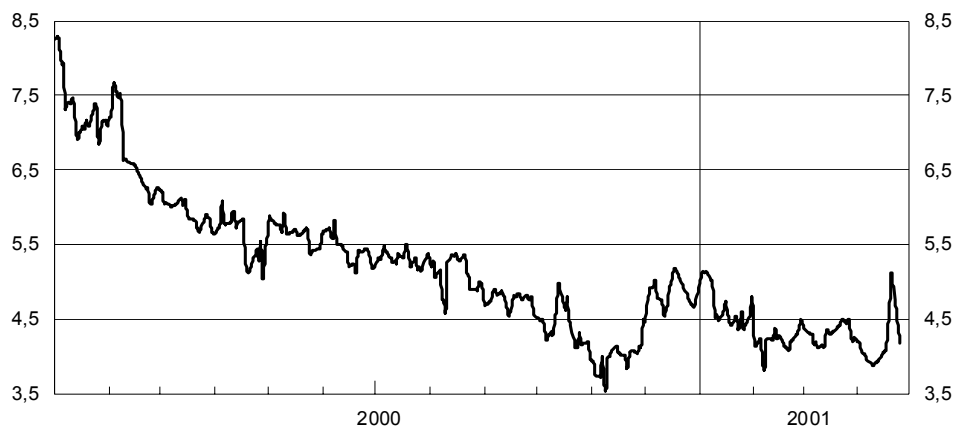
(1) Tassi benchmark. Fonte BRI. - (2) Differenziale tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente titolo Bund. - (3) Media semplice dei differenziali di rendimento tra prestiti della Repubblica e obbligazioni BIRS con caratteristiche simili. - (4) Differenziale tra il Bund decennale e il tasso swap in euro a 10 anni.

Il calo dei rendimenti reali è stato leggermente più contenuto rispetto a quello dei tassi nominali. I tassi sui titoli di Stato francesi a dieci anni indicizzati ai prezzi al consumo, dopo aver oscillato intorno al 3,7 per cento nei

primi dieci mesi del 2000, sono scesi gradualmente di 0,3 punti negli ultimi mesi dell'anno.

Fig. D20

VARIABILITÀ ATTESA DEI BUND DECENNALI (1)
(dati giornalieri; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Bloomberg.
(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui futures quotati all'EUREX.

La pendenza della curva dei rendimenti in euro si è progressivamente appiattita, riflettendo sia il lieve calo sul segmento a lungo termine sia il rialzo su quello a breve. Nel 2000 il differenziale tra rendimenti benchmark decennali e tassi a tre mesi è sceso da 2,4 a 0,2 punti percentuali, per poi mantenersi su questo livello nei primi mesi del 2001.

Dopo la sostanziale stabilità nel primo trimestre del 2000, da marzo il differenziale d'interesse tra i BTP e i Bund decennali è gradualmente aumentato, superando gli 0,4 punti percentuali alla metà di dicembre; alla metà di maggio, esso era di 0,38 punti. L'aumento dello spread, che ha interessato anche i titoli trentennali e le scadenze più brevi (tre e cinque anni), è avvenuto in concomitanza con l'avvio della fase di turbolenza dei mercati azionari mondiali; si è accentuato in maggio con l'annuncio della gara per le licenze UMTS in Germania, dai cui proventi ci si attendeva una forte riduzione delle emissioni di titoli pubblici tedeschi. Alla riduzione dei tassi sui Bund nel corso dell'anno ha contribuito la concentrazione su questi titoli della quasi totalità delle contrattazioni di derivati sui tassi di interesse a lungo termine dell'area dai primi mesi del 1999.

Per gli altri principali paesi dell'area l'aumento del differenziale a dieci anni con la Germania è stato più contenuto, pari a 7 centesimi di punto in media tra aprile e dicembre. Alla fine dello scorso anno il differenziale con i Bund decennali era pari a 0,18 punti per la Francia, 0,12 per i Paesi Bassi e 0,31 per la Spagna. L'aumento del differenziale italiano con gli altri paesi dell'area è in parte riconducibile a fattori specifici favorevoli ai titoli pubblici esteri. Per Germania e Francia ha influito soprattutto la minore offerta di titoli con sca-

denza superiore a dodici mesi. In Francia, i rendimenti dei titoli pubblici sono stati contenuti dall'impegno, assunto agli inizi dell'anno scorso da alcuni grandi intermediari di quel paese, a sostenere gli scambi di futures sulle obbligazioni del Tesoro. I titoli pubblici belgi, olandesi e spagnoli hanno beneficiato dell'avvio delle contrattazioni su circuito elettronico (MTS nazionale per i primi due, EuroMTS per il terzo), che ne ha favorito la liquidità.

Analisi econometriche relative ai principali mercati obbligazionari dell'area (Germania, Francia, Italia), al Regno Unito e agli Stati Uniti confermano che le fluttuazioni nei differenziali tra paesi e quelle tra i titoli pubblici e i tassi swaps a lungo termine osservate negli anni scorsi sono essenzialmente riconducibili a variazioni del grado di liquidità dei mercati e non alla componente legata all'andamento dei "fondamentali macroeconomici". L'analisi suggerisce che Stati Uniti e Regno Unito restano contraddistinti da mercati obbligazionari più liquidi; tra i principali mercati dell'area dell'euro, quello italiano sarebbe da tempo il più simile, sotto il profilo dell'efficienza informativa, a quelli statunitense e britannico. Il vantaggio italiano sembra ascrivibile all'operatività più che decennale di un ampio ed efficiente mercato elettronico dei titoli pubblici (MTS), finora assente in Francia e in Germania.

Il mercato secondario. – Le contrattazioni medie giornaliere di titoli italiani sul mercato telematico MTS sono scese da 9,5 miliardi di euro nel 1999 a 7,9 miliardi nel 2000 (cfr. il capitolo della sezione G: *La sorveglianza sugli scambi*). Alla flessione hanno contribuito la riduzione delle emissioni lorde di BTP, che normalmente danno luogo a un aumento delle contrattazioni sul mercato secondario, e il calo della volatilità. Sul circuito londinese EuroMTS, che ha iniziato a operare nell'aprile 1999, il volume medio giornaliero di scambi per il complesso di titoli benchmark dei paesi dell'area è aumentato da 3,0 a 3,2 miliardi di euro, riflettendo soprattutto l'inclusione nel listino di titoli spagnoli, belgi e di altri paesi dell'area. Sul circuito MOT della Borsa Italiana, gli scambi medi giornalieri di titoli di Stato italiani sono aumentati lievemente, a 510 milioni di euro.

Il segmento dei pronti contro termine sull'MTS ha registrato un'ulteriore crescita degli scambi nel 2000. Rispetto all'anno precedente, le contrattazioni medie giornaliere sono salite da 19,9 a 22,1 miliardi di euro; hanno raggiunto i 24,6 miliardi nel primo trimestre del 2001.

Diverse piattaforme elettroniche per la compravendita all'ingrosso di titoli di Stato, in competizione tra loro, sono state avviate in Europa negli ultimi due anni. Per favorire l'espansione degli scambi, accanto alla contrattazione a pronti di titoli di Stato sono stati spesso sviluppati servizi quali il pronti contro termine o l'asta telematica, mentre al listino sono stati talora iscritti anche titoli di agenzie governative o titoli non di Stato garantiti da mutui immobiliari.

I sistemi di contrattazione elettronica di titoli di Stato sono diffusi sui mercati all'ingrosso, mentre lo sono meno nelle transazioni tra intermediari e investitori finali. Un recente rapporto curato dalla BRI e dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci pone in luce alcune implicazioni della diffusione della compravendita elettronica di titoli

sulla struttura e sulla stabilità dei mercati. Rispetto alle contrattazioni basate su contatti telefonici (over-the-counter), i sistemi elettronici riducono i costi di transazione e aumentano la liquidità e la trasparenza degli scambi. A giudizio di molti operatori, laddove coesistono diversi sistemi elettronici potrebbe in futuro procedersi a operazioni di consolidamento, in considerazione dei costi elevati di gestione delle infrastrutture informatiche e del rafforzarsi di economie di rete e di scala. Sotto il profilo della stabilità dei mercati, l'evidenza disponibile indica che i sistemi di contrattazione elettronica non sembrano dar luogo a fenomeni di eccessiva frammentazione degli scambi, di riduzione della liquidità in periodi di tensione o di aumento della volatilità dei prezzi. Al contrario, in diversi casi essi sembrano avere aumentato la capacità del mercato di fornire liquidità in fasi caratterizzate da elevata incertezza.

Nel biennio 1999-2000, l'MTS italiano ha sostenuto agevolmente l'intensa concorrenza tra piattaforme elettroniche determinatasi in seguito all'avvio della terza fase della UEM. Il differenziale tra i prezzi lettera e denaro dei BTP si è mantenuto quasi sempre al di sotto dei 5 centesimi di punto percentuale; anche per i titoli meno trattati gli spread sono rimasti su valori tra i più bassi dall'avvio del mercato. Il turnover giornaliero (rapporto tra volume degli scambi e consistenza del titolo) dei BTP quotati è rimasto stabile intorno all'1 per cento, registrando un lieve aumento per i titoli benchmark decennali. A ciò ha contribuito anche il sensibile incremento del numero di operatori esteri che accedono al mercato senza disporre di insediamenti sul territorio nazionale, salito dall'avvio della terza fase da 11 a 27 unità.

I mercati dei derivati sui tassi di interesse. - Nel 2000 le contrattazioni di futures sui titoli di Stato decennali dell'area dell'euro si sono concentrate sul Bund tedesco. Gli scambi medi giornalieri di questo contratto hanno rappresentato circa l'80 per cento degli scambi complessivi di futures su titoli di Stato a lungo termine francesi, italiani e tedeschi, raggiungendo i 62,2 miliardi di euro (contro 58,5 miliardi nel secondo semestre del 1999). La leggera riduzione della quota di mercato del future sul titolo tedesco rispetto alla seconda metà del 1999 (quando aveva superato il 95 per cento) riflette il buon andamento degli scambi di derivati sul titolo francese Obligation assimilable du Trésor (OAT).

Il mercato delle obbligazioni private

Nel 2000 le emissioni nette di obbligazioni a medio e a lungo termine effettuate da operatori privati italiani sono state pari a 57,6 miliardi di euro, un valore in linea con quello dell'anno precedente (tav. D29). Le emissioni nette delle banche sono ammontate a 35,9 miliardi di euro, pari al 62,3 per cento del totale (dal 39,9 del 1999); quelle delle società finanziarie non bancarie sono aumentate a 14,1 miliardi. I collocamenti netti delle società non

finanziarie sono risultati invece nettamente inferiori rispetto al 1999, quando le emissioni erano state alimentate dalle operazioni connesse con il finanziamento dell'OPA su Telecom.

Tav. D29

**EMISSIONI NETTE E CONSISTENZE DI OBBLIGAZIONI PRIVATE
A MEDIO E A LUNGO TERMINE IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO (1)**
(valori nominali; milioni di ecu per il 1998 e milioni di euro successivamente)

Voci	Emissioni nette			Consistenze			Quota percentuale del PIL
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	2000
Italia							
Banche	48.438	21.939	35.860	266.821	290.124	326.144	30
Altre società finanziarie .	154	8.973	14.108	5.004	14.212	28.313	3
Società non finanziarie (2)	-156	24.075	7.614	28.695	53.006	60.187	5
Totale	48.436	54.987	57.582	300.520	357.342	414.644	38
di cui: <i>mercato internazionale (3)</i>	9.290	46.845	48.735	40.333	89.903	137.650	13
Per memoria: <i>settore pubblico</i>	32.990	30.789	35.429	939.403	977.358	1.013.549	92
Area dell'euro							
Banche	148.402	227.296	250.388	2.175.799	2.435.586	2.703.527	43
Altre società finanziarie .	33.755	92.014	93.358	206.793	312.839	405.303	6
Società non finanziarie (2)	3.345	42.295	86.408	233.508	273.154	358.231	6
Totale	185.502	361.605	430.154	2.616.100	3.021.579	3.467.061	55
di cui: <i>mercato internazionale (3)</i>	167.419	391.328	485.732	894.245	1.365.636	1.847.594	30
Per memoria: <i>settore pubblico</i>	172.849	166.745	110.463	2.984.227	3.174.350	3.285.721	53

Fonte: elaborazioni su dati BCE, BRI e Banca d'Italia.
(1) I dati sono parzialmente stimati. La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. La ripartizione dei titoli per settore di appartenenza risente della eterogeneità degli schemi di classificazione adottati dalla BCE e dalla BRI. - (2) Il dato per l'Italia include le emissioni dell'Ente FS. - (3) Il mercato internazionale è costituito dai prestiti che vengono in parte collocati presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente.

Con l'avvio dell'euro le emissioni effettuate sul mercato internazionale da operatori italiani sono rapidamente aumentate, passando dai 9,3 miliardi del 1998 a 46,8 nel 1999 e a 48,7 nel 2000. In rapporto alle emissioni nette complessive, i collocamenti internazionali sono cresciuti dal 19,2 per cento del totale nel 1998 all'84,6 per cento del 2000; gli altri paesi dell'area dell'euro già dal 1998 concentravano le loro emissioni sul mercato internazionale.

Nel complesso dell'area, le emissioni nette di obbligazioni da parte di imprese private hanno superato i livelli, già molto elevati, raggiunti nel 1999, salendo da 361,6 a 430,2 miliardi di euro. Quelle delle imprese non finanziarie sono più che raddoppiate rispetto al 1999, mentre quelle delle banche e delle altre società finanziarie sono aumentate a ritmi molto contenuti, scendendo al 79,9 per cento del totale. La consistenza delle obbligazioni in essere è cresciuta del 14,7 per cento, raggiungendo i 3.467 miliardi di euro.

Rispetto agli Stati Uniti il mercato obbligazionario dell'area dell'euro, pur presentando un analogo peso sul PIL, si caratterizza per la bassa incidenza dei titoli di imprese non bancarie e per quella elevata dei titoli emessi da banche. Alla fine dello scorso anno il rapporto tra le obbligazioni di imprese non bancarie e il PIL era pari al 12 per cento nell'area, a fronte del 50 per cento negli Stati Uniti. Nei paesi europei i titoli emessi da banche rappresentavano il 43 per cento del PIL, a fronte del 2 per cento negli Stati Uniti.

Così come nel 1999, nei paesi dell'area l'aumento delle consistenze ha interessato esclusivamente i titoli emessi sul mercato internazionale (482,0 miliardi di euro), mentre i titoli in circolazione sui mercati nazionali si sono ridotti di 36,5 miliardi di euro. Negli Stati Uniti la consistenza delle obbligazioni sul mercato interno è invece cresciuta di 398,0 miliardi di euro, assorbendo il 64,9 per cento delle emissioni nette complessive.

Sul mercato internazionale il numero delle operazioni e la loro dimensione media sono rimasti elevati. Alcuni grandi prestiti hanno contribuito a finanziare operazioni di fusione e acquisizione, come nell'anno precedente; altri hanno finanziato gli ingenti investimenti nel settore delle telecomunicazioni. Il numero di imprese che per la prima volta hanno emesso obbligazioni sul circuito internazionale si è ridotto, da 149 nel 1999 a 104. La concentrazione settoriale delle nuove emissioni è stata elevata, con una forte incidenza delle società di telecomunicazioni e automobilistiche, oltre che delle banche. Tra le emissioni dotate di rating, la quota di quelle con la valutazione massima (AAA) è leggermente aumentata; si è inoltre ampliata la quota dei titoli con rating A e BBB, soprattutto a causa del declassamento di numerosi emittenti.

Gli intermediari dell'area dell'euro hanno mantenuto le quote di mercato internazionale nel servizio di collocamento di titoli, un'attività caratterizzata da un elevato grado di concentrazione e tradizionalmente dominata dalle banche di investimento britanniche e statunitensi. La quota del valore complessivo delle emissioni a cui gli intermediari dell'area hanno partecipato in qualità di *bookrunner* è stata pari al 28,3 per cento. La quota delle banche italiane è rimasta limitata, di poco superiore all'1 per cento.

Le banche italiane hanno collocato, in qualità di bookrunner, il 27,3 per cento dei titoli emessi sull'euromercato da imprese non finanziarie nazionali; più elevate sono state le corrispondenti quote delle banche tedesche e francesi (rispettivamente pari al 32,0 e al 43,6 per cento), mentre molto più ridotta è stata quella delle banche britanniche (12,0 per cento). Inoltre, quasi la metà delle euroobbligazioni emesse da imprese italiane è stata collocata me-

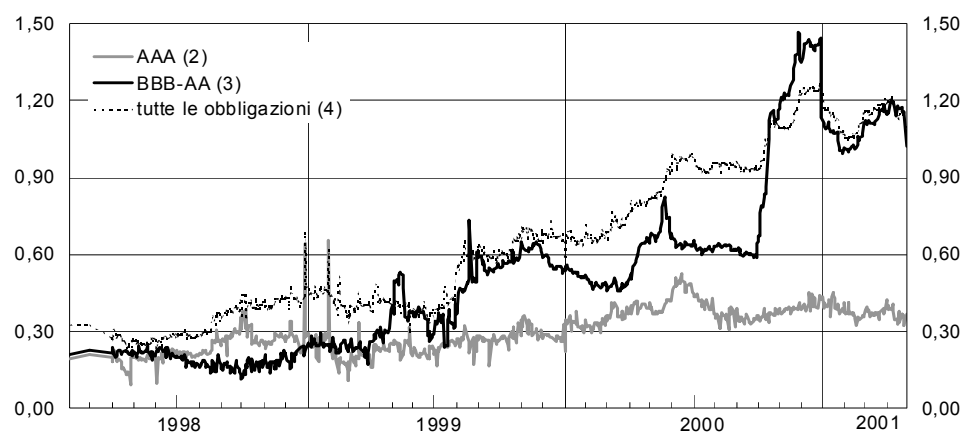
diante banche d'investimento estere, una quota simile a quella registrata nel Regno Unito (46,0 per cento) e maggiore di quelle che si rilevano in Francia e in Germania (rispettivamente pari al 24,7 e al 34,1 per cento).

Le esperienze di quei paesi dove la legge ha recentemente consentito alle banche commerciali di partecipare al collocamento di titoli obbligazionari, quali gli Stati Uniti e il Giappone, mostrano come esse siano state capaci in breve tempo di sottrarre rilevanti quote di mercato agli altri intermediari, di aumentare il grado di concorrenza dell'industria e di migliorare le condizioni di emissione, soprattutto per le imprese più piccole e con un basso merito di credito. Un'analisi econometrica del mercato delle euroobbligazioni indica che la presenza di una banca commerciale tra i soggetti incaricati di collocare il prestito consente all'impresa, a parità di altre condizioni, di ridurre il costo del capitale rispetto alle emissioni in cui il collocamento venga curato da una banca di investimento; la riduzione è maggiore nei casi in cui la banca e l'impresa siano della stessa nazionalità.

Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni del settore non finanziario collocate sul mercato internazionale e i titoli di Stato è cresciuto di mezzo punto percentuale, raggiungendo 1,20 punti nel dicembre scorso (fig. D21); l'aumento ha interessato soprattutto i titoli con rating inferiore e quelli del settore delle telecomunicazioni (per questi ultimi, il differenziale è passato da 0,86 a 1,61 punti).

Fig. D21

**DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO DELLE EUROOBBLIGAZIONI
DEL SETTORE NON FINANZIARIO RISPETTO AI
TITOLI DI STATO DELL'AREA DELL'EURO DI PARI SCADENZA (1)**
(dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: indici Merrill Lynch ed elaborazioni Banca d'Italia.

(1) Rendimenti di obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese non finanziarie. Sono incluse le obbligazioni di emittenti residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera è di livello *investment grade* (rating non inferiore a BBB3 o BBB-). La curva dei rendimenti dei titoli di Stato è stimata da Merrill Lynch utilizzando i titoli francesi e tedeschi. I differenziali sono corretti per il valore delle opzioni di rimborso (*option-adjusted spread*). Dati di fine mese fino al marzo 1998, dati giornalieri successivamente. - (2) Differenziale di rendimento tra le obbligazioni AAA e i titoli di Stato. - (3) Differenziale di rendimento tra le obbligazioni BBB e quelle AA. - (4) Differenziale di rendimento tra tutte le obbligazioni e i titoli di Stato.

Nella prima parte del 2000 l'aumento degli spread all'emissione ha riflesso i timori di un eccessivo indebitamento delle imprese di telecomunicazioni, anche in relazione agli elevati oneri sostenuti per l'acquisto delle licenze per lo sviluppo della tecnologia UMTS

(cfr. il capitolo della Sezione B: L'offerta interna). Un nuovo aumento dei differenziali si è registrato negli ultimi mesi dell'anno, riflettendo il rallentamento dell'economia mondiale e le notizie su un andamento degli utili delle società di telecomunicazioni meno favorevole del previsto.

Nel quarto trimestre del 2000 l'aumento dei rendimenti richiesti dai sottoscrittori ha determinato una forte riduzione delle emissioni di obbligazioni e un più ampio ricorso al mercato dei prestiti sindacati, soprattutto da parte dei prenditori con merito di credito meno elevato. Nei primi mesi dell'anno in corso i collocamenti di obbligazioni sono tornati ad aumentare, alimentati da alcune grandi operazioni effettuate da imprese di telecomunicazioni.

Il mercato azionario

L'offerta e la domanda di azioni. - La capitalizzazione della borsa italiana nel marzo 2001 ammontava a 722 miliardi di euro (1.397.205 miliardi di lire), risultato non dissimile da quello della fine del 1999 (a fine 2000 aveva raggiunto gli 812 miliardi di euro; tav. D30). In rapporto al PIL, essa era pari al 62 per cento, un valore in linea con quello osservato in Germania, ma ancora decisamente più basso di quelli registrati in Spagna e in Francia (rispettivamente, 89 e 103 per cento).

Nel corso del 2000 hanno fatto l'ingresso in borsa 45 società (27 nel 1999), in gran parte sul Nuovo Mercato (31 società, contro 6 nel 1999). La capitalizzazione iniziale delle società neoquotate è ammontata a 30,2 miliardi di euro; a differenza del passato, le società privatizzate vi hanno contribuito in misura assai contenuta (2,4 miliardi di euro).

Nel 2000 nei tre maggiori paesi dell'area dell'euro si sono registrate 314 operazioni di prima quotazione, contro 289 nel 1999. Le iscrizioni al listino si sono concentrate nei primi mesi del 2000, in concomitanza con la fase di rapida espansione dei corsi azionari. Il valore delle nuove quotazioni presso le borse dei tre paesi è ammontato a circa 48 miliardi di euro, pari all'1,3 per cento della capitalizzazione dell'inizio dell'anno, un valore in linea con quello del 1999.

Nell'area dell'euro nel 2000 il 44,3 per cento del valore delle operazioni di quotazione ha riguardato società di telecomunicazioni e di altri settori ad alta tecnologia, che si sono rivolte in larga parte ai circuiti nazionali riservati alle società a elevato potenziale di sviluppo. In Germania il Neuer Markt per il secondo anno consecutivo ha attirato società estere (17, contro 19 nel 1999), tra cui 4 austriache, 4 olandesi, 3 israeliane e 2 statunitensi. Sul Nuovo Mercato italiano sono state ammesse alla quotazione le azioni di una società svizzera già quotata a Zurigo.

PRINCIPALI INDICATORI DELLA BORSA ITALIANA (1)
(miliardi di lire e, fra parentesi, milioni di euro, salvo diversa indicazione)

Voci	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Società italiane quotate (numero)	217	213	209	219	247	276
di cui: al Nuovo Mercato	-	-	-	-	6	39
Capitalizzazione (2)	325.568	386.156	600.042	931.472	1.396.299 (721.128)	1.573.109 (812.443)
di cui: al Nuovo Mercato	-	-	-	-	13.517 (6.981)	42.919 (22.166)
in percentuale del PIL	18,2	20,3	30,2	44,8	65,1	69,7
composizione percentuale:						
industriali	33	34	31	24	20	21
assicurativi	20	15	15	16	11	14
bancari	17	15	19	27	23	25
finanziari	5	4	4	3	3	3
servizi	25	32	31	30	43	37
Totale	100	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni (3)	8.515	5.506	7.933	13.689	43.649 (22.543)	17.714 (9.148)
di cui: al Nuovo Mercato	-	-	-	-	411 (212)	8.523 (4.402)
Capitalizzazione società di nuova quotazione (4)	64.411	14.886	12.731	42.060	360.927 (186.403)	58.380 (30.151)
di cui: società estere	-	-	-	17.268	232.660 (120.159)	.. ..
di cui: al Nuovo Mercato					2.604 (1.345)	42.807 (22.108)
Dividendi distribuiti	6.180	9.786	12.112	13.601	19.254 (9.944)	31.005 (16.013)
Rapporto utili /capitalizzazione (5)	7,0	6,9	4,6	3,9	3,4	4,5
Rapporto dividendi/capitalizzazione (5)	1,8	2,1	1,7	1,6	1,5	2,1
Controvalore degli scambi:						
mercato di borsa	140.808	157.088	339.564	822.630	980.758 (506.519)	1.680.638 (867.977)
future sull'indice Mib30	168.692	400.926	925.005	1.893.190	1.753.953 (905.841)	1.906.049 (984.392)
opzioni sull'indice Mib30	1.710	71.359	242.225	517.462	511.526 (264.181)	625.736 (323.166)
Variazione dei corsi (6)	-6,9	13,1	58,2	41,0	22,3	5,4
Turnover (7)	45	44	69	107	84	110

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note Metodologiche*. I dati non includono il Mercato ristretto. - (2) Società italiane. Valore di fine periodo. - (3) Società italiane. Il valore delle emissioni azionarie è dato dal numero di azioni emesse valutate al prezzo di emissione. - (4) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna società alla data di collocamento. - (5) Fonte: *Thomson Financial Datastream*. Dato di fine periodo. Valori percentuali. - (6) Variazione percentuale dell'indice Mib storico. - (7) Società italiane. Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

Le operazioni di prima quotazione sul Nuovo Mercato presentano caratteristiche diverse da quelle relative al listino principale della Borsa Italiana: è maggiore l'incidenza delle azioni di nuova emissione sull'offerta complessiva (87,2 per cento, contro 44,7 sul mercato principale); è più bassa la quota di capitale sociale ceduta dal gruppo di controllo (25,4 per cento, contro 31,1); è maggiore l'incidenza dei collocamenti riservati a operatori istituzionali (66,6 per cento, contro 51,8 del listino principale). Secondo un'indagine condotta dalle filiali della Banca d'Italia presso alcune società quotate sul Nuovo Mercato nel biennio 1999-2000, la principale motivazione sottostante la decisione di quotarsi è quella di finanziare importanti progetti di investimento o operazioni di acquisizione. Tra le altre motivazioni di rilievo figurano l'obiettivo di cedere le partecipazioni nelle società neoquotate, soprattutto quando nella compagine azionaria figurano fondi chiusi, e l'obiettivo di fornire ai dirigenti incentivi connessi con l'andamento dei corsi azionari; poco rilevante appare invece l'obiettivo di usufruire di incentivi fiscali. Tutte le società intervistate attribuiscono un'elevata considerazione alla maggiore reputazione di cui gode l'impresa in seguito all'ingresso in borsa.

Numerose innovazioni hanno interessato la piazza italiana. Nel gennaio del 2000 un importante gruppo bancario italiano ha lanciato un circuito elettronico per la contrattazione serale delle azioni delle maggiori imprese italiane e di warrant. Il circuito consente anche la compravendita di azioni estere e di obbligazioni non quotate, in questo caso lungo l'intero arco della giornata. A maggio la Borsa Italiana ha avviato una sessione di contrattazione serale; gli scambi avvengono esclusivamente mediante asta continua e riguardano i titoli degli indici Mib30 e Midex e i titoli del Nuovo Mercato. Ad aprile è divenuto operativo il circuito STAR (Segmento titoli con alti requisiti), un nuovo segmento di borsa a cui possono aderire le società del listino principale che hanno una capitalizzazione inferiore agli 800 milioni di euro e che si adeguano a precisi requisiti di liquidità e trasparenza (tra cui un flottante minimo del 35 per cento per le società di nuova quotazione e del 20 per cento per le società già quotate, la presenza di un intermediario che si impegni a quotare giornalmente prezzi di acquisto e di vendita e a effettuare periodiche analisi della situazione finanziaria della società, la pubblicazione dei bilanci, delle relazioni e di altra informativa societaria su Internet e l'adesione al Codice di autodisciplina della Borsa Italiana). Sono stati inoltre introdotti nuovi strumenti finanziari, tra cui nuovi contratti di opzione su singoli titoli e un nuovo contratto future sull'indice Mib30 (Minifib), con un valore nominale pari a 1 euro per punto di indice, rispetto ai 5 del contratto Fib.

Da luglio è entrata in vigore una nuova versione del regolamento del Nuovo Mercato, che, tra l'altro, ha reso più severo il vincolo sulla vendita delle partecipazioni nelle società di nuova quotazione (clausola di lock-in). La nuova disposizione impedisce agli azionisti che nei dodici mesi precedenti la domanda di quotazione abbiano assunto una partecipazione pari ad almeno il 2 per cento, ai soci fondatori, agli amministratori e ai dirigenti della società di vendere più del 20 per cento delle azioni detenute, per un periodo di tempo di un anno dall'avvio delle negoziazioni (di due anni nel caso di società costituite da meno di un anno). Le azioni soggette al vincolo devono essere depositate in un apposito conto titoli. La norma è volta a evitare la vendita di partecipazioni rilevanti nel periodo immediatamente successivo alla quotazione.

La Consob ha fissato le regole di comportamento a cui devono attenersi le società quotate che utilizzano Internet per diffondere informazioni agli azionisti. È stato stabilito, tra l'altro, che sul proprio sito Internet le società debbano pubblicare i principali documenti contabili e che esse non possano perseguire finalità promozionali quando forniscono informazioni relative alla propria situazione finanziaria.

Nel 2000 la ricerca di accordi tra le principali borse europee è stata particolarmente intensa. In marzo le borse di Amsterdam, Bruxelles e Parigi han-

no dato vita al circuito integrato di contrattazione Euronext (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari* nella Relazione sull'anno 1999). Nello stesso mese le borse di Londra e Francoforte hanno annunciato un piano di fusione, che è stato tuttavia successivamente abbandonato.

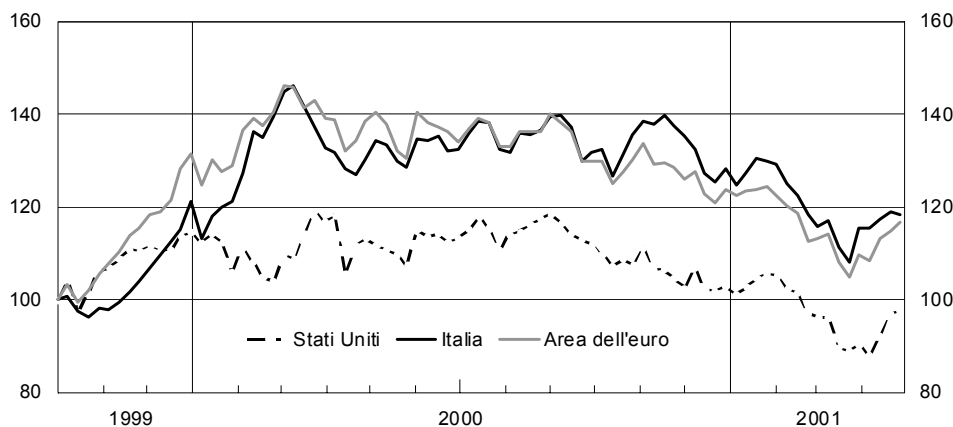
Nel marzo del 2001, il Consiglio europeo di Stoccolma ha approvato il rapporto finale sull'integrazione dei mercati finanziari europei, redatto da una commissione di esperti su iniziativa del Consiglio dei Ministri economici e finanziari. Il rapporto condivide le misure contenute nel Financial Services Action Plan (proposto dalla Commissione europea e adottato dal Consiglio europeo di Lisbona del 1999) e individua temi su cui dovrebbero incentrarsi gli interventi volti a favorire l'integrazione tra i mercati nazionali: la normativa relativa alla redazione di prospetti informativi, in caso di emissione di strumenti finanziari; le regole per l'ammissione alla quotazione sui mercati regolamentati; la normativa a tutela degli investitori; la disciplina degli organismi di investimento collettivo e dei fondi pensione; gli standard contabili per le società quotate; la disciplina dei mercati regolamentati. Il rapporto propone inoltre un nuovo iter legislativo che mira a facilitare il processo decisionale comunitario in materia di regolamentazione finanziaria. Secondo il nuovo schema, il metodo attualmente previsto dalla disciplina della UE, basato su un processo di decisione concertata tra Commissione, Parlamento e Consiglio, si applicherebbe alla sola normativa di carattere generale. Le misure attuative seguirebbero invece un iter decisionale alternativo: esse verrebbero proposte dalla Commissione - che si avvarrebbe della consulenza di una commissione di natura tecnica, composta da rappresentanti delle autorità nazionali di vigilanza, denominata European Securities Regulators Committee - e verrebbero approvate da un apposito organo composto da rappresentanti degli Stati membri, lo European Securities Committee. Lo European Securities Regulators Committee sarebbe anche responsabile dell'armonizzazione delle norme nazionali. Spetterebbe invece alla Commissione controllare l'effettivo recepimento delle disposizioni da parte degli Stati membri.

Nel 2000 la domanda di azioni quotate italiane da parte delle famiglie e delle imprese è rimasta sostenuta, pur indebolendosi negli ultimi mesi dell'anno; le sottoscrizioni nette sono ammontate a 12.200 miliardi (43.600 nel 1999). Sono proseguite le vendite di azioni italiane da parte dell'estero, mentre i fondi comuni e le banche non hanno modificato in misura rilevante i loro portafogli.

L'andamento delle quotazioni e delle contrattazioni. - Nel corso del 2000, in Europa come negli Stati Uniti, si è interrotta la fase di apprezzamento delle quotazioni azionarie protrattasi per tutta la seconda metà degli anni novanta (cfr. il capitolo della sezione A: *I mercati valutari e finanziari internazionali*). Nell'area dell'euro tra l'inizio e la fine dell'anno gli indici di borsa sono scesi del 5,9 per cento: dello 0,5 per cento in Francia, del 6,2 in Germania e del 12,7 in Spagna, mentre sono saliti del 5,4 in Italia (fig. D22). I mercati riservati alle società con elevato potenziale di sviluppo hanno registrato ovunque ampie cadute dei corsi azionari; l'indice del Nuovo Mercato si è ridotto nell'anno del 28,3 per cento, quello del Neuer Markt tedesco del 40,0 per cento.

Fig. D22

ANDAMENTO DEI CORSI AZIONARI (1)
(dati di fine settimana; indice: 1° ottobre 1999=100)



Fonte: Bloomberg.

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

La fase finale di espansione dei corsi azionari, sia in Europa sia negli Stati Uniti, è stata alimentata, nell'ultima parte del 1999 e nei primi mesi del 2000, dal forte interesse degli investitori per i titoli dei settori tecnologici. Dopo aver raggiunto un picco alla metà del marzo 2000, gli indici dei titoli tecnologici hanno registrato una considerevole flessione. Ad accentuare il calo hanno contribuito i risultati dell'asta per l'assegnazione delle licenze UMTS, giudicata dagli operatori del mercato assai onerosa e in grado di ripercuotersi negativamente sui bilanci delle compagnie di telecomunicazioni e su quelli delle imprese operanti in settori collegati, come quelli del software e dei prodotti tecnologici.

Sul finire dell'anno il netto peggioramento degli utili societari e i segnali di rallentamento ciclico davano avvio anche in Europa a una nuova correzione al ribasso delle quotazioni nei settori ad alta tecnologia. La volatilità dei prezzi, in graduale flessione dalla metà di aprile, tornava ad aumentare, pur mantenendosi al di sotto dei massimi raggiunti nel primo trimestre dell'anno (fig. D23).

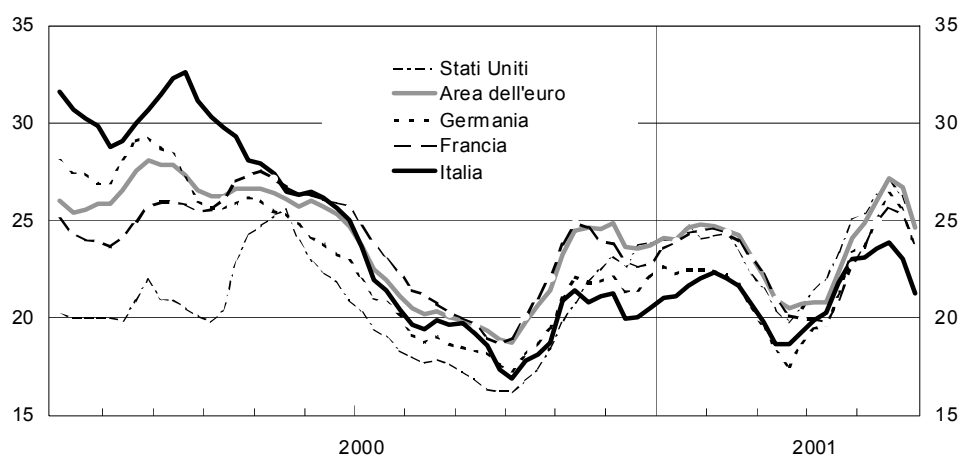
Il cedimento degli indici si arrestava temporaneamente e veniva quindi in parte recuperato all'inizio del 2001, anche in seguito a ripetute riduzioni del costo del denaro negli Stati Uniti. I corsi azionari sono quindi tornati a flettere in febbraio e in marzo, in concomitanza con il rafforzarsi di segnali negativi sulle prospettive di crescita negli Stati Uniti e con nuove revisioni al ribasso degli utili delle società quotate. In aprile, tutte le borse europee hanno registrato una ripresa delle quotazioni.

La borsa italiana è stata l'unica, tra le principali borse mondiali, a conseguire nell'arco del 2000 un apprezzamento dei corsi. Il miglior risultato è in gran parte ascrivibile al buon andamento delle azioni delle banche e delle assicurazioni, dovuto alla positiva valutazione da parte degli investitori delle prospettive di sviluppo dei grandi gruppi bancari e assicurativi. Esso ha riflesso anche, soprattutto nell'ultima parte dell'anno, una caduta dei titoli delle telecomunicazioni meno accentuata che negli altri paesi.

Fig. D23

**VARIABILITÀ EFFETTIVA DEI CORSI AZIONARI
NELLE PRINCIPALI BORSE INTERNAZIONALI (1)**

(valori percentuali)



Fonte: Elaborazioni Banca d'Italia su dati BRI.

(1) Deviazione standard degli ultimi 21 rendimenti giornalieri degli indici dei corsi; dati annualizzati.

Nelle principali borse dell'area dell'euro il rapporto tra utili e capitalizzazione si era portato nei primi mesi del 2000 su valori molto contenuti nel confronto storico; dalla seconda metà dell'anno è risalito, riflettendo sia l'aumento degli utili rispetto al 1999 sia il cedimento delle quotazioni (fig. D24). Un più elevato rapporto tra utili e capitalizzazione è coerente con una revisione al ribasso delle aspettative di crescita degli utili societari e con una valutazione più prudente da parte degli investitori della rischiosità dell'investimento azionario.

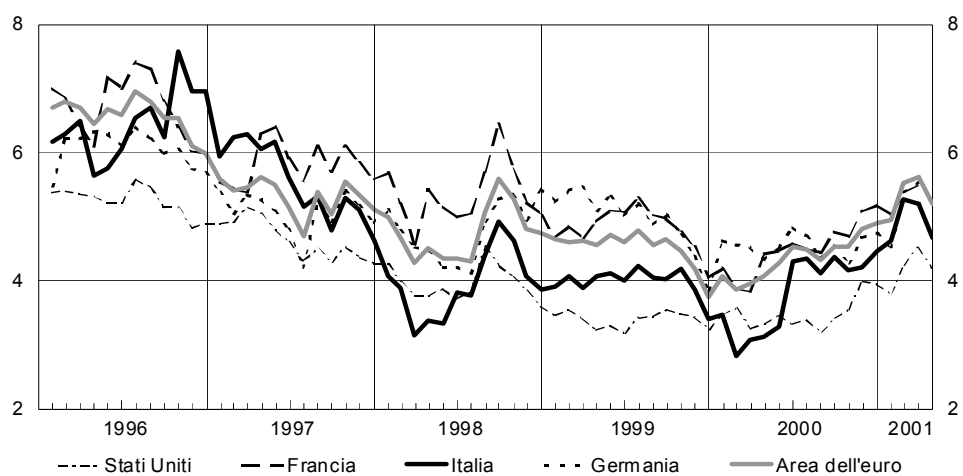
Nell'aprile 2001 le aspettative di crescita degli utili societari formulate dagli analisti finanziari restavano ancora molto elevate. A oltre un anno di distanza dalla data in cui gli indici statunitensi ed europei avevano raggiunto i massimi storici, le aspettative degli analisti finanziari rilevate dalla società I/B/E/S circa la crescita degli utili nominali nel lungo periodo per i titoli inclusi nell'indice Nasdaq 100 sfioravano ancora il 30 per cento, valore sostanzialmente invariato rispetto al febbraio 2000. Stabile, intorno al 14 per cento, risultava anche la crescita media attesa per i 500 titoli dell'indice Standard & Poor's. Questi andamenti risultano in linea con quelli rilevati per il passato da studi econometrici, secondo cui gli indicatori delle aspettative di crescita degli utili societari nel lungo periodo, ottenuti aggregando le previsioni formulate dai principali operatori, tendono sovente a sovrastimare gli andamenti effettivi.

In linea con l'andamento delle principali borse internazionali, nel 2000 il mercato borsistico italiano ha fatto registrare un considerevole incremento degli scambi. La variazione rispetto al 1999 è stata del 101,6 per cento in termini di numero di contratti scambiati, mentre è stata del 71,4 per cento come controvalore; quest'ultimo ha raggiunto gli 868 miliardi di euro. Il volume

degli scambi ha toccato un massimo nei primi mesi del 2000, in corrispondenza dei forti apprezzamenti delle quotazioni azionarie. Analogamente al 1999, circa il 60 per cento del numero di contratti (il 76 per cento in termini di controvalore) ha riguardato titoli inclusi nel Mib30.

Fig. D24

**RAPPORTO UTILI CORRENTI/CAPITALIZZAZIONE
IN ALCUNI PAESI INDUSTRIALI**
(valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

Il mercato dei derivati. - Nel 2000 il numero di contratti futures sull'indice Mib30 è risultato in calo del 16,4 per cento rispetto all'anno precedente, anche se il controvalore complessivo degli scambi è aumentato dell'8,7 per cento, attestandosi a circa 984 miliardi di euro. Dal luglio 2000, mese di inizio delle contrattazioni, si sono registrati oltre 358.000 contratti Minifib, per un controvalore nozionale di poco inferiore ai 17 miliardi di euro.

Gli scambi di opzioni sull'indice Mib30 hanno mostrato un considerevole aumento, soprattutto nei periodi di maggiore volatilità dei corsi azionari; la crescita è stata del 27 per cento in termini di contratti e del 22,3 in termini del controvalore complessivo, salito a 323 miliardi di euro. Il numero di contratti di opzione stipulati su singoli titoli azionari è più che triplicato e il loro controvalore nozionale ha sfiorato i 60 miliardi di euro. La gamma di opzioni trattate si è ampliata, fino a comprendere alla fine dell'anno 31 azioni.

Il mercato dei covered warrants ha raggiunto dimensioni di rilievo nel confronto internazionale. Alla fine del 2000 risultavano quotati oltre 3.100 strumenti diversi, circa il doppio di quelli di un anno prima; il controvalore degli scambi ha raggiunto i 31,1 miliardi di euro (14,2 nel 1999).

