

D - LA POLITICA MONETARIA UNICA, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel corso del 2001, in un contesto caratterizzato dal graduale attenuarsi delle pressioni inflazionistiche e dal rallentamento dell'attività produttiva, il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) ha ridotto in più riprese i tassi ufficiali. La manovra espansiva è stata accentuata dopo gli attentati terroristici negli Stati Uniti; nei giorni immediatamente successivi all'11 settembre gli interventi decisi dall'Eurosistema, dalla Riserva federale e dalle altre principali banche centrali hanno contribuito a mantenere condizioni ordinate sui mercati finanziari. Alla metà di novembre il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali si collocava al 3,25 per cento, 1,5 punti percentuali in meno rispetto a un anno prima. Nell'ultima parte dell'anno e nei primi mesi del 2002, con il consolidarsi dei segnali di ripresa della congiuntura mondiale, i tassi ufficiali sono stati lasciati invariati. Nell'area dell'euro i rendimenti a breve termine, nominali e reali, si collocano attualmente su valori inferiori alla media degli ultimi decenni.

Il tasso di crescita degli aggregati monetari ha registrato un aumento, portandosi su valori elevati nella seconda metà dell'anno, riflettendo in parte fattori di natura temporanea. Il credito al settore privato ha decelerato sensibilmente; le condizioni di offerta si sono mantenute distese. Il cambio dell'euro si è lievemente indebolito in termini effettivi.

Il 1° gennaio 2002 sono entrate in circolazione le banconote e le monete in euro. Dal 1° marzo queste sono le uniche circolanti a corso legale nei paesi dell'area. Nonostante la complessità e la portata dell'operazione, l'introduzione del nuovo segno monetario e il contestuale ritiro del circolante nelle vecchie valute nazionali sono avvenuti con regolarità, in Italia come nel resto dell'area.

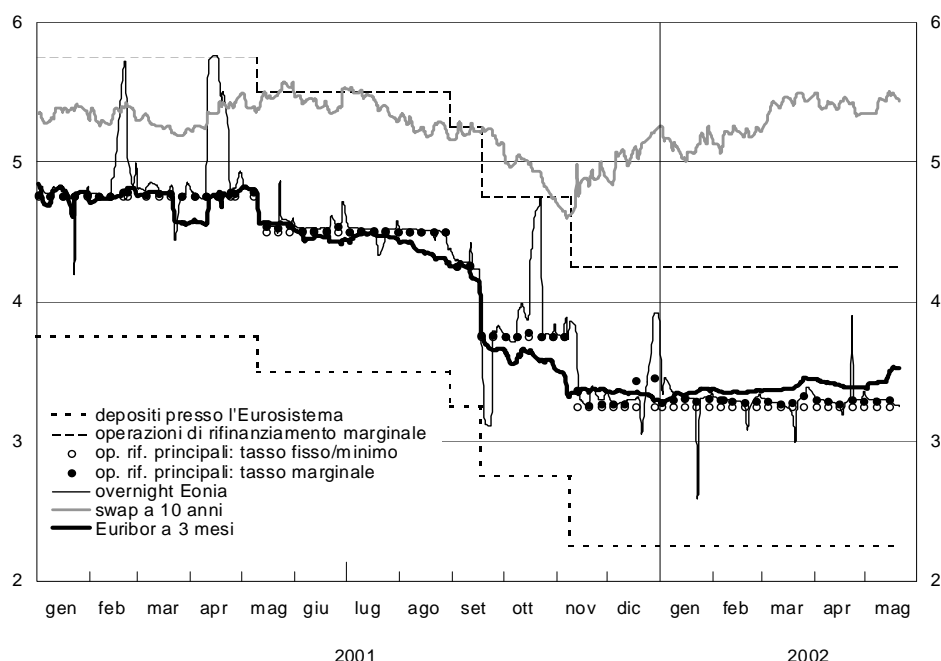
I tassi di interesse e il cambio

Nei primi mesi del 2001 nell'area dell'euro si sono manifestati segnali di rallentamento congiunturale. Le tensioni sui prezzi emerse nel corso del

2000 si sono attenuate, in relazione al calo delle quotazioni delle materie prime, al proseguire della moderazione salariale e al venir meno degli effetti dei rincari dei generi alimentari seguiti al diffondersi, in vari paesi europei, di malattie degli animali da allevamento. L'inflazione al consumo iniziava a flettere da giugno (cfr. il capitolo della sezione B: *I prezzi e i costi*). Il 10 di maggio del 2001 il Consiglio direttivo della BCE ha abbassato di 0,25 punti percentuali, al 4,5 per cento, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (fig. D1).

Fig. D1

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



Fonte: BCE; Reuters; Telerate.

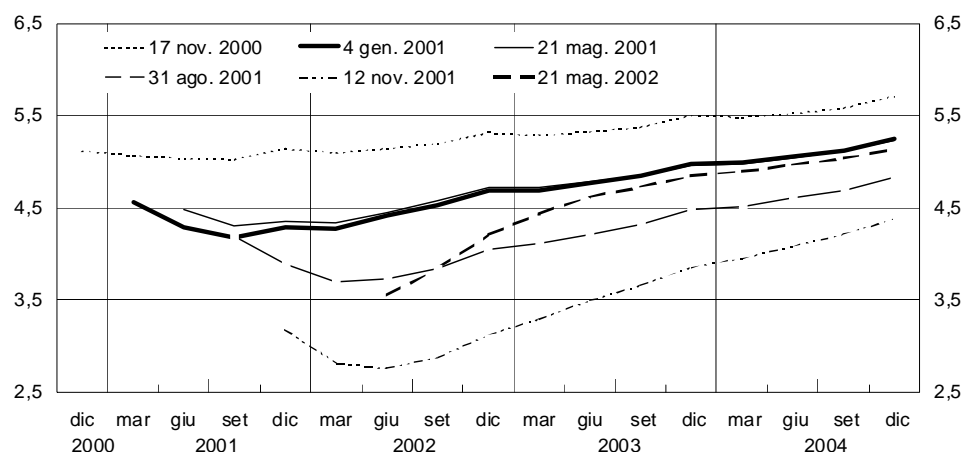
La diminuzione dei saggi ufficiali è proseguita nella seconda parte dell'anno. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali veniva ridotto di 0,25 punti percentuali il 30 agosto, al 4,25 per cento. Dopo gli attentati terroristici negli Stati Uniti, il tasso è stato ulteriormente abbassato di 0,5 punti, al 3,75 per cento, il 17 settembre, in concomitanza con la decisione di ridurre in misura analoga il tasso obiettivo sui federal funds da parte della Riserva federale statunitense (cfr. il capitolo della sezione A: *La congiuntura e le politiche economiche*). I tassi ufficiali in euro sono stati ancora abbassati di 0,5 punti percentuali l'8 novembre. Il Consiglio direttivo della BCE stabiliva inoltre che a partire da tale data avrebbe di norma valutato l'orientamento della politica monetaria, e preso le eventuali decisioni di modifica dei tassi ufficiali, soltanto nel corso della prima delle due consuete riunioni mensili.

Nella parte finale del 2001 sono emersi segnali di ripresa congiunturale a livello mondiale, che si sono rafforzati nei primi mesi dell'anno in corso. Nell'area dell'euro i rischi per la stabilità dei prezzi sono rimasti contenuti, nonostante l'aumento dell'inflazione nel primo trimestre del 2002, dovuto in larga misura a cause temporanee.

Anche i rendimenti di mercato a breve termine in euro sono diminuiti nel corso del 2001; il tasso a tre mesi è sceso al 3,3 per cento alla fine di dicembre (4,9 nel corrispondente mese del 2000). Nel corso dell'anno le aspettative relative all'evoluzione dei rendimenti a breve termine, desumibili dai contratti futures dell'euromercato, hanno riflesso il mutare del quadro congiunturale. Già agli inizi di gennaio la struttura a termine aveva registrato un significativo spostamento verso il basso rispetto alla metà di novembre del 2000, assumendo una inclinazione negativa nel primo tratto (fig. D2). In maggio, dopo la prima riduzione dei rendimenti ufficiali, i tassi futures si collocavano poco al di sotto del 4,5 per cento per orizzonti fino a dodici mesi; successivamente la curva ha subito un ulteriore spostamento verso il basso, segnalando attese di riduzione dei tassi fino alla metà del 2002. Con il miglioramento della congiuntura registrato verso la fine dell'anno la curva si è rapidamente spostata verso l'alto e ha assunto una pendenza positiva. Attualmente essa indica aspettative di un aumento dei tassi a breve termine in euro superiore a 0,50 punti percentuali entro la fine del 2002.

Fig. D2

TASSI DEI FUTURES SUGLI EURODEPOSITI A 3 MESI (1)
(valori percentuali)



Fonte: Reuters.
(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione riportata nella legenda.

La diffusione di dati economici (ad esempio quelli relativi all'inflazione, alla produzione industriale, al mercato del lavoro) per l'area dell'euro e gli Stati Uniti può influenzare le aspettative sull'evoluzione della politica monetaria, e quindi la struttura dei tassi d'interesse. La componente inattesa di alcuni indicatori (stimata come differenza tra il valore reso noto e quello atteso una settimana prima, ricavato da un'indagine campionaria) ha un im-

patto significativo sui tassi futures. Ad esempio, nell'area dell'euro valori più elevati del previsto dell'indice dei responsabili degli acquisti generano aspettative di aumenti dei tassi in euro; un analogo effetto si rileva negli Stati Uniti in seguito alla diffusione dei dati sugli ordini delle aziende industriali. Spesso i nuovi dati non producono i loro effetti sui tassi lo stesso giorno della diffusione, ma in quelli immediatamente precedenti, oppure successivi; il primo caso potrebbe riflettere il possesso di informazioni privilegiate da parte di alcuni operatori, il secondo ritardi nella reazione all'informazione. L'analisi mostra inoltre che alcuni dati relativi all'economia statunitense influenzano le aspettative sui tassi a breve termine in euro; un analogo impatto sui tassi in dollari viene esercitato da alcuni dati europei.

I tassi a lungo termine, misurati dai rendimenti sugli swap d'interesse a dieci anni in euro, si sono mantenuti poco al di sotto del 5,5 per cento fino alla fine di agosto. Si sono ridotti dopo gli attentati terroristici dell'11 settembre, fino a un minimo del 4,6 per cento all'inizio di novembre. Sono poi risaliti nei mesi successivi, con l'evolversi delle operazioni militari in Afghanistan e con il miglioramento del quadro congiunturale; il 21 maggio 2002 si collocavano al 5,4 per cento. Il differenziale di rendimento tra gli swap decennali in dollari e quelli in euro, divenuto pressoché nullo nel periodo successivo agli attentati, si è successivamente riportato attorno a 0,6 punti percentuali, valore analogo a quello della fine del 2000. Attualmente è intorno a 0,3 punti.

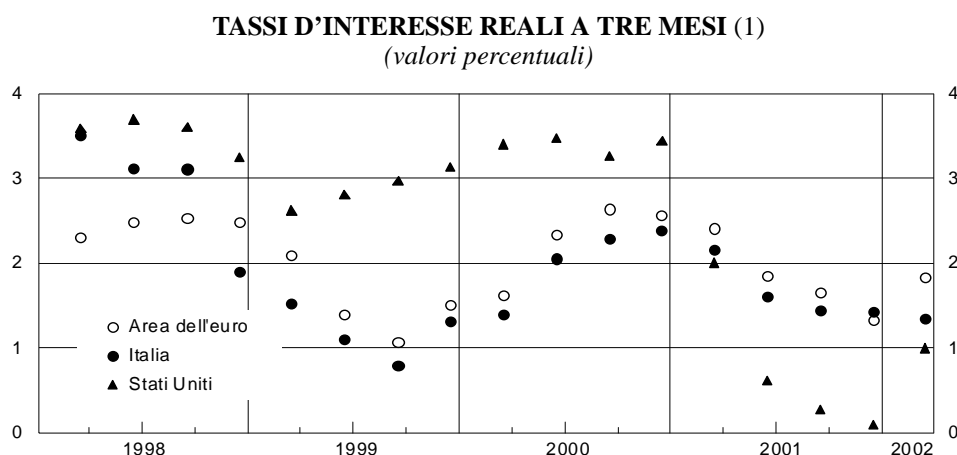
La pendenza della struttura a termine in euro è aumentata considerevolmente dall'inizio del 2001, riflettendo dapprima la diminuzione dei tassi a breve termine, successivamente l'aumento di quelli a lungo termine. Il differenziale tra il rendimento sui titoli a dieci anni e il tasso interbancario a tre mesi era salito a 1,7 punti percentuali in dicembre (contro 0,6 punti alla fine del 2000) e a 2,0 a maggio del 2002.

I movimenti della pendenza della curva per scadenza tendono ad anticipare l'andamento del ciclo economico. Da un'analisi relativa all'area dell'euro emerge che l'inclusione della pendenza della curva in un modello basato su un ampio numero di variabili macroeconomiche consente di migliorare, pur se di poco, la previsione dell'inflazione, soprattutto per gli orizzonti temporali compresi tra cinque e sette trimestri. Tale inclusione non consente invece di migliorare le previsioni relative al PIL dell'area; ciò indica che la correlazione tra la pendenza della curva e il ciclo riflette informazioni già comprese in altri indicatori.

In dicembre il tasso d'interesse reale a breve termine in euro, calcolato sulla base delle aspettative d'inflazione tratte dai sondaggi, era pari all'1,3 per cento, oltre un punto percentuale in meno rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (fig. D3); nel maggio di quest'anno esso è risalito quasi al 2 per cento, un valore ancora basso nel confronto con l'esperienza pluridecennale dei paesi europei caratterizzati da stabilità dei prezzi. Negli Stati Uniti, dove la decelerazione dell'attività produttiva è stata accentuata, il corrispondente rendimento reale nel dicembre 2001 era prossimo allo zero, con un calo di oltre tre punti rispetto all'anno precedente; in maggio esso ri-

sultava inferiore di circa un punto percentuale a quello dell'area dell'euro. In Italia il tasso reale a breve termine si è mantenuto su valori leggermente inferiori a quelli dell'area.

Fig. D3



Fonte: elaborazione 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; dal gennaio 1999 il tasso Euribor a 3 mesi.

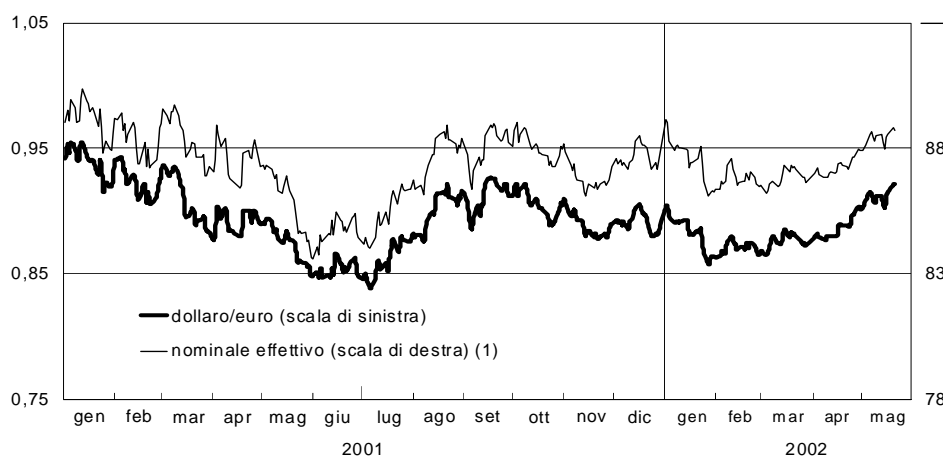
I tassi reali a lungo termine in euro sono rimasti relativamente stabili nel 2001. Il rendimento dei titoli francesi decennali indicizzati ai prezzi al consumo ha oscillato tra il 3,3 e il 3,5 per cento fino a settembre; è gradualmente sceso fino al 3,2 per cento agli inizi dello scorso novembre, per riportarsi attorno al 3,4 per cento nelle settimane successive. Su livelli analoghi si collocano i tassi reali calcolati in base al rendimento nominale sugli swap a dieci anni e alle aspettative d'inflazione ricavate dai sondaggi. Tra la fine del 2000 e lo scorso novembre negli Stati Uniti il rendimento dei titoli di Stato decennali con indicizzazione reale è diminuito dal 3,7 al 2,9 per cento; in maggio si collocava intorno al 3,2 per cento.

Il cambio dell'euro, ulteriormente indebolitosi nella prima metà del 2001, si è apprezzato nel corso dell'estate, per poi tornare a flettere; in termini nominali effettivi, a dicembre registrava un deprezzamento dell'1,2 per cento rispetto alla fine dell'anno precedente (fig. D4). Nei confronti del dollaro la divisa europea ha toccato un minimo in luglio; con il peggiorare del quadro economico statunitense ha recuperato tra agosto e settembre, riportandosi su livelli vicini a quelli registrati alla fine del 2000. Successivamente l'euro è tornato a indebolirsi rispetto al dollaro; in dicembre il deprezzamento rispetto a dodici mesi prima era del 5,3 per cento. A tale andamento ha contribuito il manifestarsi dei primi segnali di ripresa economica negli Stati Uniti e il conseguente ampliarsi del differenziale tra i rendimenti a lungo termine in dollari e in euro. Al mercato apprezzamento nei confronti dello yen (7,9

per cento) ha concorso il ristagno dell'economia giapponese. Nel 2001 si sono inoltre registrati deflussi netti di capitali dall'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio, complessivamente pari a 68,2 miliardi di euro (ma con afflussi netti pari a 27,2 miliardi nel terzo trimestre, allorché l'euro recuperava terreno; cfr. il capitolo della sezione B: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero*). Nel 2002, dopo un ulteriore indebolimento in gennaio, l'euro ha registrato una graduale ripresa; il 21 maggio risultava apprezzato dell'1,8 per cento in termini nominali effettivi e del 4,5 sul dollaro rispetto all'inizio dell'anno.

Fig. D4

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



Fonte: BCE e Banca d'Italia
(1) Indice: 1° trim. 1999=100.

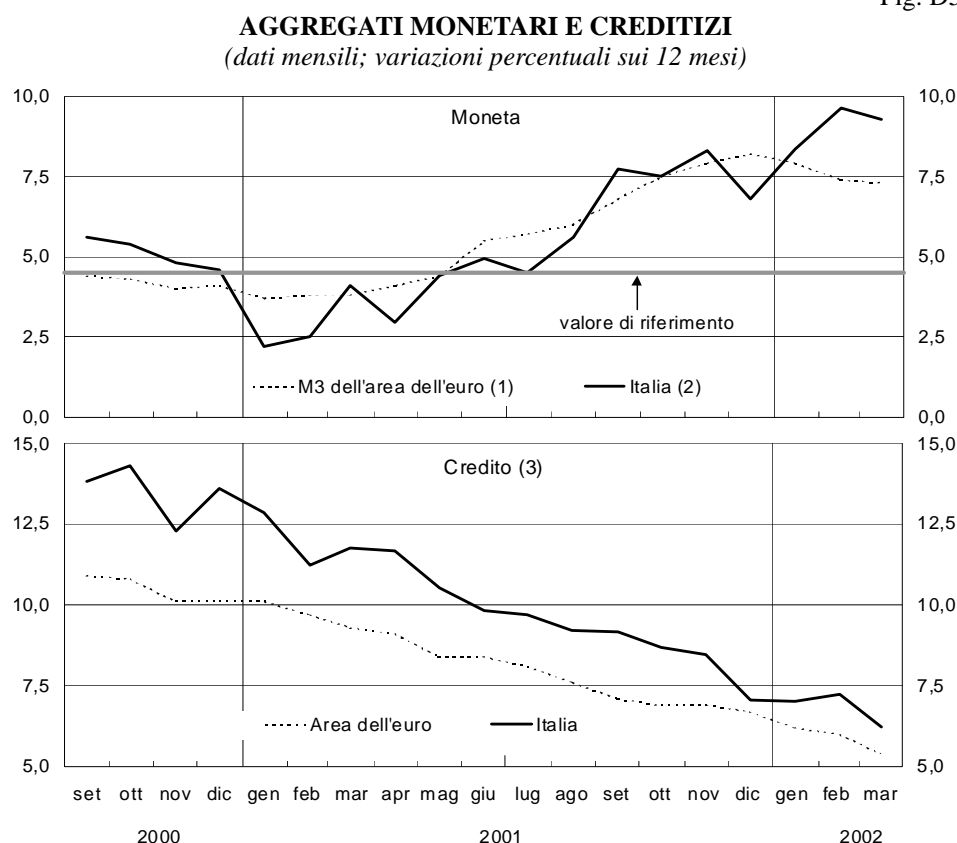
Nel 2001 sono stati pubblicati dalla BCE e da alcune Banche centrali dell'Eurosistema (fra cui la Banca d'Italia) i risultati di un ampio progetto di ricerca sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro. Le analisi per i vari paesi, condotte con tecniche omogenee al fine di agevolare il confronto dei relativi risultati, hanno fatto ricorso sia a dati aggregati sia a informazioni di tipo microeconomico (a livello di singola banca e impresa). I risultati indicano che l'aumento di un punto percentuale dei tassi ufficiali determina - a parità di altre condizioni - una diminuzione temporanea del prodotto compresa tra 0,3 e 0,7 punti percentuali (a seconda del metodo di stima) entro un arco di tempo di circa due anni; la diminuzione dei prezzi è inizialmente più ridotta ma più persistente. Particolarmente rilevante appare l'effetto sugli investimenti. Le condizioni di liquidità di banche e imprese influenzano la trasmissione della politica monetaria (cfr. il capitolo: Il risparmio finanziario delle famiglie e l'indebitamento delle imprese). Emergono inoltre differenze significative nell'impatto della politica monetaria tra i vari settori dell'economia (quelli a più alta intensità di capitale e quelli che producono beni durevoli risentono in misura maggiore dell'aumento dei tassi); meno nette appaiono le differenze nel meccanismo di trasmissione tra i vari paesi dell'area.

La moneta e il credito

La crescita dell'aggregato M3 dell'area dell'euro è risultata in aumento nell'anno, fino a raggiungere in dicembre l'8,2 per cento sui dodici mesi (fig. D5); la relativa media mobile trimestrale è rimasta al di sotto del valore di riferimento del 4,5 per cento fino a maggio; è poi salita fino a portarsi al 7,9 per cento in dicembre.

Questi dati sono riferiti alla M3 al netto degli acquisti di strumenti negoziabili da parte di operatori non residenti dell'area dell'euro. Tale depurazione, effettuata nel corso del 2001 grazie all'avvio di nuove rilevazioni statistiche, migliora la capacità dell'aggregato di misurare la liquidità a disposizione dei residenti; esso diviene dunque, in linea di principio, un indicatore più affidabile delle tendenze inflazionistiche nell'area. La BCE ha diffuso in maggio i dati al netto delle quote di fondi comuni monetari detenuti da non residenti e in novembre quelli al netto dei titoli del mercato monetario e delle obbligazioni a breve termine. La crescita sui dodici mesi della M3 calcolata sulla base dei nuovi dati risulta di oltre un punto percentuale inferiore a quella dell'aggregato utilizzato in precedenza.

Fig. D5



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tenere conto degli effetti di calendario; cfr. comunicato stampa BCE del 26.7.2001. - (2) Fino a dicembre 2001 contributo nazionale alla M3 comprensivo del circolante in lire. Da gennaio, il circolante è stimato in base alla quota di partecipazione della Banca d'Italia al capitale della BCE e comprende i biglietti e le monete in lire non ancora ritirati. - (3) Finanziamenti in euro e nelle altre valute, sotto forma di prestiti e acquisti di obbligazioni, di azioni e partecipazioni, concessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM) a residenti nell'area dell'euro diversi da Amministrazioni pubbliche e IFM.

Alla sostenuta crescita della M3 hanno contribuito l'accelerazione dei prezzi al consumo registrata nella prima parte del 2001 e, in misura minore, la riduzione dei tassi d'interesse nel corso dell'anno. L'incertezza sull'andamento dei mercati borsistici (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*) può aver influito, determinando un temporaneo processo di ricomposizione dei portafogli a favore delle attività monetarie.

Un elemento a sostegno di questa ipotesi emerge dalla correlazione tra la crescita di M3 non spiegata dall'andamento delle tradizionali determinanti della domanda di moneta e la volatilità implicita dell'indice Euro Stoxx; tra l'autunno del 1998 e la fine del 2001 essa è stata positiva e relativamente elevata (attorno a 0,5).

L'evoluzione della M3 ha riflesso prevalentemente l'accelerazione dei depositi a breve termine (in conto corrente e rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, cresciuti rispettivamente del 13,2 e 7,6 per cento sui dodici mesi in dicembre), a cui si è contrapposto il rallentamento dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (5,9 per cento). Tra gli strumenti meno liquidi, significativa è stata l'accelerazione delle quote di fondi comuni monetari (34,1 per cento, contro 3,9 nel dicembre 2000), che ha riflesso la ricomposizione dei portafogli degli operatori a favore delle attività meno rischiose.

Il circolante ha registrato una progressiva, forte diminuzione; in dicembre la contrazione sui dodici mesi risultava pari al 32,5 per cento (era stata dello 0,8 nel corrispondente mese del 2000). Su tale andamento ha soprattutto influito l'approssimarsi del passaggio al circolante in euro, che ha spinto i detentori di contante ad anticiparne la conversione in altri strumenti (cfr. il paragrafo: *Il cambio del segno monetario*). Ciò può avere determinato un aumento della domanda sia di altri strumenti inclusi nella M3, sia di attività denominate in valuta estera.

Alla contrazione del circolante nell'area dell'euro nel corso del 2001 ha fatto riscontro un'accelerazione dei biglietti denominati in dollari statunitensi e in franchi svizzeri, non prevedibile sulla base dell'andamento passato delle relative serie storiche.

In dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha riconfermato al 4,5 per cento il valore di riferimento per la crescita di M3 nel medio periodo, sulla base delle stime relative alle grandezze macroeconomiche sottostanti la definizione di tale valore: la crescita potenziale del prodotto dell'area rimarrebbe compresa tra il 2,0 e il 2,5 per cento, la diminuzione tendenziale della velocità di circolazione della moneta tra lo 0,5 e l'1,0 per cento. Il Consiglio ha precisato che la crescita relativamente elevata della M3 nel 2001 deve essere valutata alla luce della ricomposizione dei portafogli indotta dall'acuirsi dell'incertezza sui mercati finanziari e della decelerazione dei finanziamenti

totali al settore privato concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie dell'area dell'euro (6,7 per cento sui dodici mesi in dicembre, contro 10,1 nel dicembre del 2000). Per queste ragioni, la crescita della moneta non dovrebbe segnalare rischi di inflazione, a meno che questo andamento non si protragga nel futuro.

Nel breve periodo la dinamica dei prezzi al consumo, come quella della produzione, dipende dall'interazione tra la domanda e l'offerta nei mercati dei beni. Il legame con la crescita della moneta diviene evidente su orizzonti temporali più lunghi, in linea con la teoria quantitativa. Analisi econometriche per l'area dell'euro confermano che nel breve periodo la crescita della moneta non ha un effetto diretto su inflazione e prodotto. Nondimeno, la quantità di moneta, o le misure di eccesso di liquidità da essa derivate, contengono informazioni sulla dinamica futura dell'inflazione. In particolare, le analisi sottolineano che le misure di moneta in termini reali possono svolgere un ruolo di rilievo nella conduzione della politica monetaria, una volta che siano opportunamente corrette per eliminare le variazioni erratiche della velocità di circolazione, che possono temporaneamente ridurne il valore segnaletico.

Nei primi mesi del 2002 la moneta M3 dell'area ha decelerato. In marzo la crescita sui dodici mesi è diminuita al 7,3 per cento; la variazione mensile, al netto della stagionalità, è stata contenuta per il terzo mese consecutivo. In ulteriore rallentamento sono risultati anche i finanziamenti totali al settore privato concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie dell'area (5,4 per cento sui dodici mesi in marzo).

In Italia, nel 2001 le attività monetarie hanno registrato un'accelerazione, come nell'area dell'euro. La crescita sui dodici mesi del contributo italiano alla M3 dell'area è stata del 6,8 per cento in dicembre (4,6 per cento nel dicembre del 2000). Anche nel nostro paese è stata significativa l'accelerazione dei depositi a breve termine (9,4 per cento per quelli in conto corrente e 7,4 per cento per quelli rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) e delle quote di fondi comuni monetari (126,7 per cento contro -3,1 nel dicembre 2000); il peso di questi ultimi strumenti sul totale della moneta è tuttavia ancora modesto (3,7 per cento a marzo del 2002). La contrazione della circolazione (circolante e cassa contante delle banche) ha preso avvio solo dopo l'estate, risultando in dicembre pari al 13,8 per cento.

I finanziamenti complessivi al settore privato hanno registrato una modesta decelerazione (dal 14,5 per cento del dicembre 2000 all'11,2 del dicembre 2001; tav. D1). Il rallentamento, concentratosi nei prestiti bancari, è stato parzialmente compensato da una ripresa dei finanziamenti dall'estero e da un sostenuto ricorso alle emissioni obbligazionarie; in un contesto di condizioni di offerta espansive, esso ha riflesso il calo della domanda di credito da parte delle imprese, in parte bilanciato da un'ancora elevata crescita dei prestiti alle famiglie (cfr. il capitolo: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*). Complessivamente, il grado di indebitamento delle imprese, pur

marginalmente aumentato nel 2001, si mantiene su valori contenuti nel confronto storico (cfr. il capitolo: *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese*).

Tav. D1

CREDITO E ATTIVITÀ FINANZIARIE IN ITALIA (1)

(dati di fine periodo; valori percentuali)

| Periodo | Credito totale | | | | | | Attività finanziarie (4) | | |
|--|--------------------------------------|---|-----------------------------------|-------------|-------|------|--------------------------|-------------|------|
| | Debito Amm. pub- bliche (2) | Finanziamenti totali al settore privato (3) | | | | | Sull'interno | Sull'estero | |
| | | Prestiti bancari | Obbliga- zioni sull'interno | Dall'estero | | | | | |
| <i>Tassi di crescita sui 12 mesi</i> | | | | | | | | | |
| 1999 - dic. | 6,2 | 1,2 | 13,7 | 10,6 | 3,9 | 33,9 | 6,9 | -2,6 | 41,4 |
| 2000 - dic. | 6,9 | 1,3 | 14,5 | 14,5 | 23,6 | 13,8 | 5,2 | 3,2 | 9,7 |
| 2001 - gen. | 7,5 | 2,7 | 14,0 | 13,6 | 26,8 | 14,9 | 5,7 | 4,0 | 9,6 |
| feb. | 7,2 | 2,9 | 13,0 | 12,4 | 15,7 | 16,1 | 6,1 | 4,3 | 9,9 |
| mar. | 7,6 | 3,1 | 13,8 | 13,2 | 26,2 | 15,4 | 6,4 | 5,0 | 9,5 |
| apr. | 7,5 | 3,0 | 13,6 | 13,0 | 21,9 | 15,8 | 6,3 | 4,3 | 10,4 |
| mag. | 7,6 | 3,3 | 13,4 | 11,6 | 51,4 | 19,0 | 6,2 | 5,4 | 7,8 |
| giu. | 7,0 | 2,9 | 12,3 | 10,7 | 76,1 | 14,9 | 5,9 | 5,3 | 7,0 |
| lug. | 7,1 | 3,1 | 12,3 | 11,4 | 74,6 | 11,3 | 5,3 | 5,5 | 4,9 |
| ago. | 6,6 | 2,3 | 12,2 | 10,5 | 62,8 | 15,5 | 5,6 | 6,1 | 4,6 |
| set. | 6,8 | 2,3 | 12,7 | 10,6 | 78,9 | 17,0 | 6,1 | 6,9 | 4,4 |
| ott. | 7,2 | 2,7 | 12,9 | 10,2 | 103,2 | 18,6 | 6,1 | 6,7 | 4,9 |
| nov. | 6,9 | 2,6 | 12,4 | 10,0 | 125,5 | 15,8 | 6,6 | 7,2 | 5,4 |
| dic. (5) | 7,0 | 3,5 | 11,2 | 8,2 | 139,5 | 15,0 | 6,3 | 7,3 | 4,1 |
| 2002 - gen. | .... | 3,7 | .... | 8,2 | .... | .... | .... | .... | .... |
| feb. | .... | 3,5 | .... | 8,3 | .... | .... | .... | .... | .... |
| mar. | .... | .... | .... | 6,9 | .... | .... | .... | .... | .... |
| <i>Quote percentuali sulle consistenze</i> | | | | | | | | | |
| 1999 - dic. | 100,0 | 57,7 | 42,3 | 34,6 | 0,6 | 7,2 | 100,0 | 68,9 | 31,1 |
| 2000 - dic. | 100,0 | 54,9 | 45,1 | 36,8 | 0,7 | 7,7 | 100,0 | 68,3 | 31,7 |
| 2001 - dic. (5) | 100,0 | 53,3 | 46,7 | 37,0 | 1,4 | 8,3 | 100,0 | 69,4 | 30,6 |

(1) 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) Corrisponde al settore "altri residenti" nelle statistiche armonizzate del SEBC (residenti italiani diversi da Amministrazioni pubbliche e da IFM: famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari, altre istituzioni finanziarie). - (4) Il settore detentore delle attività finanziarie corrisponde al settore "altri residenti" nelle statistiche armonizzate del SEBC. - (5) Dati provvisori.

Le attività finanziarie complessive del settore privato, al netto delle azioni detenute direttamente, sono aumentate nel 2001 del 6,3 per cento (5,2 nel 2000), riflettendo una significativa accelerazione della componente interna (7,3 per cento contro 3,2) e un rallentamento di quella estera (4,1 per cento contro 9,7). Sono cresciuti soprattutto gli strumenti a basso rischio, in particolare le attività monetarie e i titoli di Stato.

La gestione operativa della politica monetaria unica

Nel 2001 le operazioni di rifinanziamento principali sono state condotte mediante la procedura dell'asta a tasso variabile, introdotta nel giugno del 2000 (cfr. questo stesso paragrafo nella Relazione sull'anno 2000). Attraverso queste operazioni sono stati immessi fondi netti pari a una media giornaliera di 158 miliardi di euro (159 nel 2000; tav. D2); le controparti italiane si sono aggiudicate in media l'8,3 per cento del totale (15,5 nel 2000). È fortemente sceso il numero medio dei partecipanti alle aste (da 721 a 410

Tav. D2

INDICATORI DEL MERCATO MONETARIO IN EURO

(dati medi per il periodo indicato)

| Voci | 1999 (aste a tasso fisso) | 2000 | | 2001 | 1° gen.-30 apr. 2002 | |
|---|---------------------------------|--|--|-------|-------------------------|------------------------|
| | | 1° gen. - 26 giu. (aste a tasso fisso) | 27 giu. - 31 dic. (aste a tasso variabile) | | | Aste a tasso variabile |
| Operazioni di rifinanziamento principali | | | | | | |
| Volumi (mld. euro) (1) | | | | | | |
| Area dell'euro | 138,4 | 159,0 | 137,0 | 179,7 | 158,3 | 116,9 |
| Italia | 19,4 | 26,5 | 22,4 | 24,4 | 13,6 | 8,9 |
| Quota Italia (2) | 13,8 | 15,5 | 19,2 | 12,3 | 8,3 | 7,7 |
| Offerta/domanda (3) | 10,8 | 32,1 | 2,7 | 58,2 | 67,0 | 47,2 |
| Numero di partecipanti per asta | | | | | | |
| Area dell'euro | 776 | 721 | 814 | 640 | 410 | 347 |
| Italia | 40 | 41 | 44 | 37 | 25 | 21 |
| Volatilità del tasso Eonia (4) | 16,1 | 14,2 | 17,0 | 11,1 | 14,6 | 15,5 |
| Differenza tra Eonia e tasso d'asta (5) | 6,1 | 5,5 | 10,2 | 1,3 | 6,7 | 1,7 |
| Riserve in eccesso (6) | | | | | | |
| Area dell'euro | 0,98 | 0,65 | 0,68 | 0,62 | 0,55 | 0,77 |
| Italia | 0,59 | 0,49 | 0,48 | 0,50 | 0,45 | 0,53 |
| Operazioni su iniziativa delle controparti (7) | | | | | | |
| Rifinanziamento marginale | | | | | | |
| Area dell'euro | 0,95 | 0,34 | 0,41 | 0,28 | 0,60 | 0,22 |
| Italia | 0,23 | 0,14 | 0,23 | 0,05 | 0,37 | 0,01 |
| Depositi overnight | | | | | | |
| Area dell'euro | 0,77 | 0,49 | 0,77 | 0,24 | 0,35 | 0,18 |
| Italia | 0,57 | 0,34 | 0,46 | 0,23 | 0,09 | 0,11 |

(1) Consistenza dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni di rifinanziamento principali. - (2) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. - (3) Rapporto percentuale fra quantità assegnata e domandata. - (4) Deviazione standard delle differenze giornaliere; centesimi di punto percentuale. - (5) 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. - (6) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso; media di dati giornalieri dei periodi di mantenimento. - (7) In percentuale dell'obbligo di riserva.

nell'area e da 41 a 25 nel nostro paese). A questo fenomeno, manifestatosi a partire dalla seconda metà del 2000, ha contribuito la diminuzione del differenziale tra il tasso Eonia e il tasso di aggiudicazione, che ha ridotto i possibili vantaggi conseguibili mediante l'approvvigionamento in asta piuttosto che sul mercato.

Da un'analisi econometrica emerge che la domanda di fondi sul mercato monetario da parte delle banche italiane è più reattiva ai tassi d'interesse rispetto a quella media del sistema bancario europeo. Per le operazioni di rifinanziamento principali, la caduta della quota di fondi aggiudicata alle controparti italiane osservata dalla seconda metà del 2000, dopo il passaggio alle aste a tasso variabile, potrebbe riflettere la riduzione del differenziale tra tasso di mercato e tasso di aggiudicazione in asta registrata nello stesso periodo. La quota relativa alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine assegnata alle banche italiane è risultata molto modesta sin dall'avvio della Terza fase della UEM, riflettendo sia il ridotto scarto tra il tasso medio d'asta e il tasso di mercato della corrispondente scadenza (tre mesi) sia, più in generale, la scarsa propensione delle banche italiane all'indebitamento su queste scadenze.

Il rapporto fra quantità assegnata e quantità domandata è risultato in media pari al 67,0 per cento, contro il 58,2 nel secondo semestre del 2000. In alcuni casi l'importo della liquidità domandata è stato inferiore a quello necessario al sistema per il rispetto dell'obbligo di riserva (*underbidding*).

*Quando il meccanismo d'asta prevede un tasso minimo di aggiudicazione, in presenza di attese di riduzione dei tassi ufficiali nel corso del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria gli operatori hanno l'incentivo a diminuire le richieste di fondi in asta, per approvvigionarsi di liquidità sul mercato dopo la riduzione dei tassi ufficiali, a condizioni più convenienti. Per il complesso del sistema ciò può tradursi in una domanda di fondi inferiore a quella che permetterebbe di adempiere agli obblighi di riserva, determinando temporanei rialzi dei tassi d'interesse a brevissimo termine. All'attenuazione del fenomeno dell'*underbidding* negli ultimi mesi ha contribuito la decisione, annunciata dalla BCE lo scorso novembre, di effettuare variazioni dei tassi ufficiali di norma soltanto nel corso della prima riunione mensile del Consiglio direttivo.*

La consistenza media giornaliera dei fondi distribuiti attraverso le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine è stata pari a 57 miliardi di euro (58 nel 2000). In media hanno partecipato a queste operazioni sette banche italiane, aggiudicandosi una quota attorno all'1,0 per cento dei fondi distribuiti.

Le riserve in eccesso detenute dagli intermediari italiani sono risultate pari in media allo 0,45 per cento della riserva obbligatoria, contro lo 0,49 nel 2000. Anche il corrispondente valore per l'intera area ha registrato una riduzione, allo 0,55 per cento. La volatilità dei tassi d'interesse del mercato monetario è rimasta contenuta: la deviazione standard delle variazioni giorno-

liere dall'Eonia è stata pari a 14,6 centesimi di punto percentuale, nonostante le oscillazioni di un certo rilievo registrate, come negli anni passati, in prossimità della chiusura del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.

Dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre l'Eurosistema ha prontamente attivato gli strumenti a sua disposizione per fornire la liquidità in euro necessaria all'ordinato funzionamento dei mercati finanziari; ha inoltre preso misure straordinarie di concerto con la Riserva federale statunitense per assicurare agli operatori dell'area un'adeguata offerta di dollari.

Il 12 e il 13 settembre sono state condotte due operazioni di fine tuning di rifinanziamento a un tasso fisso del 4,25 per cento per un ammontare di 69,3 e 40,5 miliardi di euro, rispettivamente; il 13 settembre la BCE ha stipulato con la Riserva federale statunitense un accordo di swap di dollari contro euro per 50 miliardi di dollari, che per il tramite delle BCN sono stati messi a disposizione delle banche dell'area dell'euro con esigenze di liquidità in dollari. Tali provvedimenti hanno immediatamente determinato l'allentamento delle tensioni nel mercato monetario: l'Eonia, salito in prossimità del limite superiore del "corridoio" nella giornata successiva agli attentati, è rapidamente ridisceso verso il tasso minimo di offerta. I differenziali lettera-denaro sul mercato overnight sono ritornati alla normalità all'inizio della settimana successiva.

Il ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti (refinanziamento marginale e depositi overnight) è stato contenuto nel 2001, rispettivamente pari in media allo 0,6 e 0,4 per cento dell'obbligo di riserva. Per le banche italiane i valori sono risultati ancora più bassi (0,4 e 0,1 per cento, rispettivamente).

Il cambio del segno monetario

Tra il 1° gennaio e il 28 febbraio dell'anno in corso sono stati immessi in circolazione i biglietti e le monete in euro. Ad oggi è stato pressoché completato il ritiro delle banconote stilate nelle valute nazionali. Nonostante la sua complessità, l'operazione è avvenuta in maniera soddisfacente, grazie alla cooperazione tra i soggetti più direttamente coinvolti negli aspetti operativi e alla positiva accoglienza accordata dal pubblico al nuovo segno monetario. L'impatto sull'inflazione al consumo è stato moderato sia nel nostro paese sia nell'area (cfr. il capitolo della sezione B: *I prezzi e i costi*), in linea con le attese.

In Italia gli aspetti strategici e operativi del processo di sostituzione monetaria erano stati definiti nel gennaio del 2001 dal Comitato Euro nel Piano nazionale per il passaggio alla moneta unica. Il Piano era improntato a un cri-

terio di gradualità; mirava a evitare la concentrazione delle richieste di nuove banconote e monete (in particolare all'inizio e alla fine del periodo di doppia circolazione), con l'obiettivo di ridurre al minimo i disagi per i consumatori e per gli operatori. Coerente con questo criterio è stata la scelta di estendere tale periodo all'arco temporale massimo previsto dal Consiglio Ecofin (dal 1° gennaio al 28 febbraio 2002). Particolare attenzione è stata rivolta agli aspetti relativi alla sicurezza del processo di sostituzione monetaria.

Il Piano è stato articolato in tre fasi. Nella prima, conclusa il 31 dicembre del 2001, sono state completate le attività preparatorie all'introduzione delle banconote e monete in euro, tra cui la produzione e lo stoccaggio dei quantitativi di prima emissione (cfr. il capitolo della sezione I: *Le attività e l'organizzazione della Banca*) nonché, negli ultimi mesi dell'anno, la consegna alle Poste italiane e alle istituzioni creditizie (prealimentazione) e da queste ultime alle grandi reti commerciali e ai dettaglianti (sub-prealimentazione). Sono state inoltre prese misure volte a favorire la riduzione del circolante in lire già da dicembre. Durante i due mesi di doppia circolazione della lira e dell'euro è proseguita la distribuzione delle banconote e delle monete in euro e sono state avviate le operazioni di ritiro, stoccaggio e distruzione di quelle in lire. Nei dieci anni compresi tra il 1° marzo 2002 e il 28 febbraio 2012 è possibile convertire gratuitamente il contante in lire, privo di corso legale, presso gli sportelli della Banca d'Italia; fino al 30 giugno 2002 la conversione sarà possibile anche presso le banche e le Poste italiane.

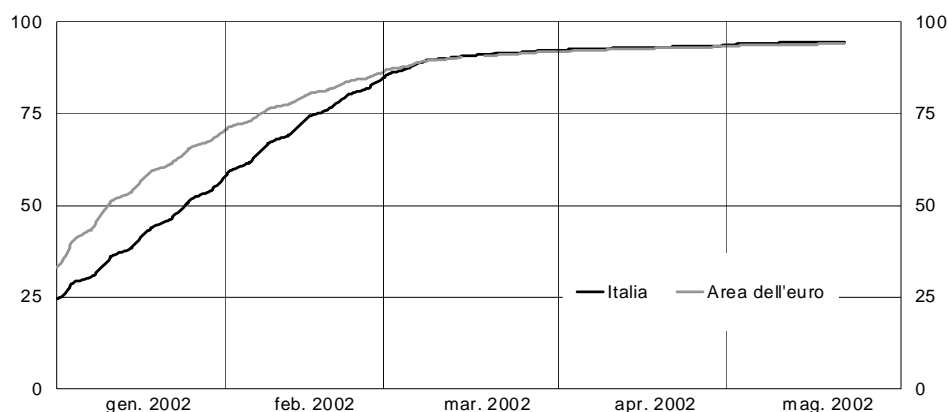
Nel nostro paese le operazioni di prealimentazione e di sub-prealimentazione si sono svolte in maniera ordinata. Non si è registrato alcun caso di anticipata immissione in circolazione. Sono state consegnate alle banche e alle Poste banconote per 21,2 miliardi di euro, un valore pari al 21,6 per cento della produzione, in linea con la media europea. La sub-prealimentazione è risultata molto modesta: il sistema bancario ha consegnato al settore commerciale lo 0,3 per cento degli importi ottenuti dalla Banca d'Italia, contro una media europea del 10,5 per cento. La prealimentazione delle monete è stata elevata (82 per cento della produzione realizzata al 31 dicembre 2001, contro il 73 per cento in media nell'area). Per permettere al pubblico di familiarizzare con le nuove monete, dal 15 dicembre presso le Poste e le banche sono stati resi disponibili oltre 30 milioni di *minikit* del valore unitario di 12,91 euro; si stima che un terzo circa di essi sia stato effettivamente distribuito.

L'ammontare della prealimentazione e della sub-prealimentazione nei paesi dell'area è stato determinato principalmente dalla domanda degli operatori, a sua volta influenzata dalle scelte delle autorità nazionali (più o meno attente alla salvaguardia della sicurezza del processo, più o meno favorevoli agli intermediari e agli operatori in termini di costo). Una parte della prealimentazione effettuata da alcune BCN dell'Eurosistema è affluita a banche centrali e commerciali di paesi esterni all'area dell'euro (circa 4 miliardi di euro in totale); per la Banca d'Italia tale quota è risultata trascurabile.

La diffusione della nuova moneta e il contestuale ritiro del circolante in valuta nazionale sono stati pressoché completati il 28 febbraio. Un ruolo fondamentale in questo processo è stato svolto dalla rete degli ATM, la cui predisposizione per la distribuzione di euro è stata ultimata il 12 gennaio, in anticipo rispetto a quanto previsto nel Piano. Una misura della velocità di diffusione dell'euro è rappresentata dalla quota delle banconote in euro sul totale della circolazione (il cosiddetto *euro progress ratio*). Tale indicatore, pari al 33 per cento in media nell'area il 1° gennaio, si è portato alla fine di febbraio all'86 per cento. In Italia esso è inizialmente risultato più basso (alle stesse date era pari al 25 e all'85 per cento; fig. D6); la differenza si è annullata entro il periodo di doppia circolazione. Tale andamento è coerente con la menzionata scelta di gradualità operata dal Comitato Euro in fase di pianificazione della sostituzione monetaria.

Fig. D6

QUOTA DELLE BANCONOTE IN EURO SUL TOTALE (1)
 (“euro progress ratio”; valori percentuali)



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Rapporto tra il valore delle banconote in euro e il valore del totale delle banconote; per l'Italia l'ammontare di banconote in euro è calcolato come somma di quelle messe in circolazione dalla Banca d'Italia, al netto dei rientri, dal 1.1.2002.

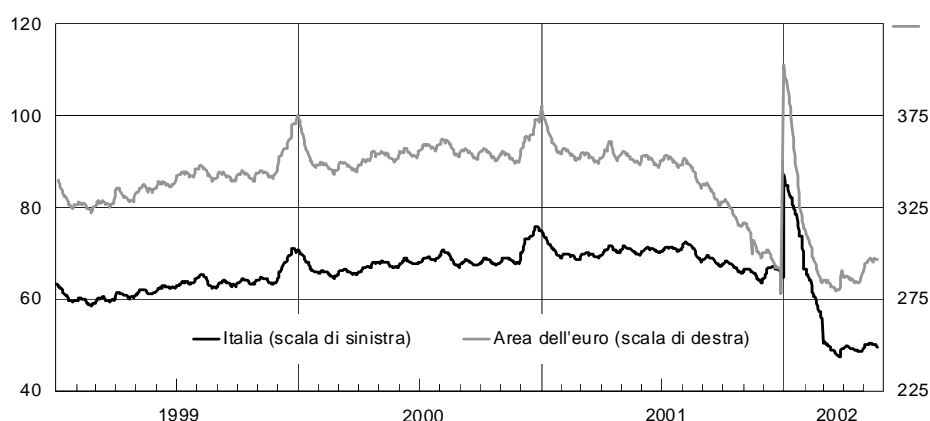
Le differenze nell'euro progress ratio tra i diversi paesi dell'area sono state in ampia parte determinate da un effetto meccanico: i paesi che hanno iniziato il periodo di doppia circolazione con un elevato euro progress ratio, e che hanno in genere successivamente mantenuto il proprio "vantaggio" relativo, sono quelli caratterizzati da un elevato rapporto tra prealimentazione e circolante in valuta nazionale al 31 dicembre 2001. Nel nostro paese tale rapporto è risultato relativamente basso (33 per cento contro 49 per cento in media nell'area). La durata del periodo di doppia circolazione non ha avuto, in pratica, effetti di rilievo sulla rapidità del processo di diffusione dell'euro.

In base ai dati del Ministero dell'Economia e delle finanze, in Italia l'utilizzo dell'euro nelle transazioni al dettaglio si è affermato rapidamente. Il 3 gennaio circa il 25 per cento degli acquisti in contante veniva effettuato in euro, contro il 40 in media nell'area. Il 14 gennaio la quota era superiore al 90 per cento sia nell'area sia in Italia.

L'approssimarsi del cambio della moneta ha spinto i detentori di contante ad anticiparne la conversione in altri strumenti. Già dal dicembre 2000 è iniziata una contrazione della circolazione dei paesi dell'area, che ha determinato una brusca interruzione della tendenza crescente della relativa serie storica (fig. D7).

Fig. D7

BANCONOTE IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO (1)
(dati giornalieri; consistenze in miliardi di euro)



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Fino al dicembre 2001 banconote in lire (per l'Italia) e nelle denominazioni nazionali dell'euro (per l'area); dal 1° gennaio 2002 sono comprese le banconote in euro, il cui ammontare in Italia è calcolato come somma di quelle messe in circolazione dalla Banca d'Italia, al netto dei rientri.

Il fenomeno appare in parte connesso con il rientro, da paesi europei non facenti parte dell'area dell'euro e da paesi extra europei, di banconote dell'area, principalmente marchi tedeschi, comunemente accettati come mezzo di pagamento e forma di risparmio. La contrazione particolarmente intensa delle banconote di taglio elevato indica che il fenomeno ha interessato soprattutto la quota di biglietti detenuta come riserva di valore. Potrebbero inoltre avervi contribuito i comportamenti degli operatori dell'economia sommersa o illegale, che avrebbero preferito diluire nel tempo la conversione delle ingenti quantità di contante tipicamente utilizzate in questi settori.

La contrazione della circolazione nel 2001, in larga misura imprevista, ha avuto riflessi sulla gestione operativa della politica monetaria. Nel corso dell'anno gli occasionali eccessi di liquidità verificatisi in seguito a forti errori di previsione sono stati compensati aggiudicando minori volumi nelle operazioni di rifinanziamento; in seguito a errori di previsione di segno inverso all'inizio del 2002, il 4 e il 10 gennaio è stato necessario svolgere due operazioni di fine tuning di rifinanziamento.

Alla fine dello scorso aprile la consistenza complessiva dei biglietti in euro e di quelli in valuta nazionale ancora in circolazione era nettamente inferiore a quella registrata in media nel biennio 1999-2000, sia in Italia sia nell'area (fig. D7).

Questo andamento potrebbe suggerire che il cambio di segno monetario, inducendo il pubblico a familiarizzare con strumenti di pagamento diversi dal contante, quali le carte

di credito e di debito, abbia ridotto permanentemente la domanda di circolante dell'area. Una valutazione dell'attendibilità di questa ipotesi potrà essere formulata solo nei prossimi mesi, con l'arrivo di nuove informazioni; essa non sembra tuttavia trovare conferma nei dati relativi al ricorso a questi strumenti nei primi mesi del 2002 (cfr. la sezione H: La sorveglianza e l'offerta diretta di servizi di pagamento).

Con l'introduzione dell'euro i residenti in ciascun paese dell'area detengono anche banconote e monete immesse in circolazione in altre nazioni ("migrazione" del circolante). Diviene pertanto impossibile misurare il circolante effettivamente presente sul territorio nazionale. Il reperimento di informazioni attendibili richiederebbe rilevazioni campionarie, ritenute in questa fase eccessivamente onerose. Sotto il profilo contabile è stato stabilito che a partire dai dati riferiti al 31 gennaio 2002 l'8,0 per cento del totale delle banconote in euro venga attribuito convenzionalmente al bilancio della BCE; il restante 92,0 per cento viene ripartito tra i bilanci delle BCN secondo la quota individuale di partecipazione al capitale della BCE, che per la Banca d'Italia è pari al 18,39 per cento.

Dal gennaio 2002 nelle statistiche monetarie pubblicate dalla Banca d'Italia la componente italiana della circolazione include, oltre a una valutazione convenzionale di quella in euro basata sulla quota di partecipazione al capitale della BCE, anche quella residua in lire. Analogo criterio viene seguito dalle altre banche centrali nazionali.

IL RISPARMIO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE E IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE

In presenza di una dinamica contenuta dei consumi, nel 2001 il risparmio finanziario delle famiglie è cresciuto dal 7,8 all'8,6 per cento del PIL (tav. D3). In un periodo contrassegnato da turbolenze dei mercati borsistici, si è accentuato il processo di ricomposizione delle attività delle famiglie a favore dei titoli obbligazionari e dei depositi; al contempo sono state cedute quote di fondi comuni. Le passività finanziarie hanno continuato a espandersi, pur se a ritmi meno sostenuti rispetto agli anni precedenti.

In rapporto al valore aggiunto la redditività operativa delle imprese è rimasta sostanzialmente stabile. La crescita degli oneri finanziari, riconducibile alla forte espansione dell'indebitamento, ha contribuito al calo dell'autofinanziamento, sceso dal 16,5 al 15,7 per cento del valore aggiunto. Data la dinamica contenuta degli investimenti e la riduzione delle scorte il fabbisogno finanziario è sceso dal 5,2 al 3,0 per cento del PIL.

Sulla base dei dati relativi alle imprese censite nella Centrale dei bilanci, nel 2000 gli utili netti in rapporto al patrimonio sono stati pari al 7 per cento, circa due punti percentuali in meno rispetto al 1999. Nella media del periodo 1996-2000 sono risultati pari all'8 per cento, contro il 3,5 nella prima metà degli anni novanta.

Nei principali paesi dell'area dell'euro la dinamica dei profitti nel decennio è stata analoga a quella osservata per le imprese italiane: i profitti al netto delle imposte si collocano, nella seconda metà degli anni novanta, al di sopra dei valori toccati nel periodo 1990-95.

La consistenza complessiva delle attività finanziarie del Paese ha raggiunto nel 2001 gli 8.465 miliardi di euro e si è ridotta da 7,2 a 7,0 volte il PIL. Questo valore è inferiore a quello osservato nei principali paesi dell'area dell'euro.

Tra il 1996 e il 2001 la composizione delle attività finanziarie complessive è significativamente mutata. L'incidenza del circolante e degli strumenti a breve termine (depositi e titoli) è scesa dal 28 al 18 per cento del totale, mentre quella relativa alle obbligazioni a medio e a lungo termine, alle azioni e alle quote di fondi comuni è aumentata dal 44 al 57

per cento. Tra gli emittenti si è ridotto il peso delle banche (dal 40 al 33 per cento) e delle Amministrazioni pubbliche (dal 27 al 18 per cento), a fronte dell'espansione di quello delle società finanziarie (dal 6 al 10 per cento), delle imprese non finanziarie (dal 16 al 20 per cento) e degli emittenti esteri (dall'11 al 17 per cento).

Tav. D3

SALDI FINANZIARI DELL'ITALIA (1)
(miliardi di lire, milioni di euro e valori percentuali)

| Settori | 1998 | | 1999 | 2000 | 2001 |
|--|----------|---------|---------|---------|---------|
| | lire | euro | euro | euro | euro |
| Famiglie | 89.090 | 46.011 | 71.349 | 90.807 | 104.165 |
| di cui: con l'estero | 50.393 | 26.026 | 33.029 | 31.943 | 34.786 |
| Società non finanziarie | -30.070 | -15.530 | -8.017 | -61.058 | -36.768 |
| di cui: con l'estero | 9.701 | 5.010 | 6.836 | 9.840 | 9.697 |
| Amministrazioni pubbliche | -61.047 | -31.528 | -24.480 | -8.208 | -20.613 |
| di cui: con l'estero | -149.337 | -77.126 | -98.503 | -50.390 | -16.697 |
| Istituzioni finanziarie monetarie ... | 29.720 | 15.349 | -9.033 | 12.513 | -36.538 |
| di cui: con l'estero | -36.580 | -18.892 | -34.725 | -26.230 | -27.145 |
| Altri intermediari finanziari (2) | 3.725 | 1.924 | 1.400 | -9.831 | -9.509 |
| di cui: con l'estero | 140.837 | 72.736 | 90.943 | 43.360 | -797 |
| Imprese di assicurazione (3) | -13.155 | -6.794 | -23.646 | -18.694 | 5.117 |
| di cui: con l'estero | 3.247 | 1.677 | 9.992 | -2.994 | 6.012 |
| Resto del mondo | -18.263 | -9.431 | -7.572 | -5.529 | -5.856 |
| <i>In percentuale del PIL</i> | | | | | |
| Famiglie | 4,3 | | 6,4 | 7,8 | 8,6 |
| Società non finanziarie | -1,4 | | -0,7 | -5,2 | -3,0 |
| Amministrazioni pubbliche | -2,9 | | -2,2 | -0,7 | -1,7 |
| Società finanziarie (4) | 1,0 | | -2,8 | -1,4 | -3,4 |
| Resto del mondo | -0,9 | | -0,7 | -0,5 | -0,5 |
| <i>In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (5)</i> | | | | | |
| Famiglie | 2,5 | | 4,3 | 5,7 | 6,7 |
| Società non finanziarie | -1,0 | | 0,0 | -4,4 | -2,2 |
| Amministrazioni pubbliche | -1,3 | | 0,0 | 1,4 | 0,1 |

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 valuta nazionale, aventi valore monetario fisso alla scadenza.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

Nel 2001 il risparmio finanziario del settore delle famiglie (che comprende le famiglie consumatrici, le imprese individuali fino a 5 addetti e le istituzioni sociali private) è stato pari a 104,2 miliardi di euro (90,8 miliardi nel 2000; tav. D4). In rapporto al PIL si è innalzato all'8,6 per cento, oltre 4 punti percentuali in più rispetto al minimo degli ultimi sette anni toccato nel 1998.

Tenendo conto della perdita di potere d'acquisto determinata dall'inflazione sulla consistenza delle attività finanziarie nette, nel 2001 il risparmio finanziario delle famiglie è risultato pari al 6,7 per cento del PIL; la perdita è risultata infatti pari all'1,9 per cento del PIL.

L'aumento delle attività finanziarie lorde è stato pari a 126,1 miliardi di euro, contro 129,7 nel 2000.

Il circolante e i depositi a vista sono cresciuti di 19,0 miliardi, in forte accelerazione rispetto al 2000; vi ha contribuito la riduzione del costo opportunità di questi strumenti, che ha risentito della diminuzione dei tassi di interesse sulle attività alternative a breve termine (cfr. il capitolo: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*). Gli altri depositi bancari e postali sono cresciuti di 10,2 miliardi (8,4 miliardi nel 2000). La contrazione dei certificati di deposito (CD) emessi dalle banche si è contrapposta all'accelerazione dei depositi postali vincolati. È avvenuta una ampia ricomposizione del portafoglio delle famiglie a favore dei depositi e dei titoli, il cui peso sul totale delle attività finanziarie è cresciuto, rispetto al 2000, di circa sei punti percentuali, a quasi la metà della consistenza totale delle attività finanziarie.

Il rallentamento ciclico dell'economia mondiale e la tendenza flettente dei corsi azionari (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*) hanno indotto le famiglie ad accrescere gli investimenti in attività meno rischiose e a cedere quote di fondi comuni.

Le obbligazioni a medio e a lungo termine hanno proseguito la loro sostenuta espansione (54,4 miliardi di euro contro 56,9 nel 2000); all'accelerazione dei titoli esteri si è associata la decelerazione del flusso netto dei titoli sull'interno. Anche i titoli a breve termine sono tornati a crescere, dopo la riduzione registrata nel 2000.

Nella seconda metà degli anni novanta, con l'ampliamento della gamma degli strumenti finanziari e l'aumento dei corsi azionari, il peso dei depositi e dei titoli sul totale delle attività finanziarie si è ridotto in tutti i maggiori paesi industriali con l'eccezione del Giappone. La diminuzione è stata più intensa in Italia (-27 punti percentuali), dove tale quota era scesa al 44 per cento circa alla fine del 2000 (tav. D5).

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

| Voci | Consistenze di fine periodo | | | Flussi | |
|---------------------------------------|-----------------------------|--------------------------|---------------|----------------|----------------|
| | Dicembre 2001 | Composizione percentuale | | 2000 | 2001 |
| | | Dicembre 2000 | Dicembre 2001 | | |
| ATTIVITÀ | | | | | |
| Biglietti e depositi a vista | 403.591 | 14,1 | 16,3 | 9.687 | 19.016 |
| Altri depositi | 273.829 | 9,7 | 11,1 | 8.439 | 10.199 |
| <i>Bancari</i> | 101.244 | 3,8 | 4,1 | -870 | -3.572 |
| <i>Postali</i> | 172.585 | 5,9 | 7,0 | 9.309 | 13.772 |
| Titoli a breve termine | 22.292 | 0,9 | 0,9 | -4.885 | 815 |
| Titoli a medio e a lungo termine | 415.344 | 15,0 | 16,9 | 56.026 | 39.318 |
| di cui: <i>di Stato</i> | 191.981 | 7,3 | 7,8 | 24.369 | -4.319 |
| Quote di fondi comuni | 360.477 | 15,1 | 14,6 | 5.744 | -6.637 |
| Azioni e partecipazioni | 382.725 | 23,7 | 15,5 | -16.226 | -1.887 |
| Attività sull'estero | 232.843 | 8,6 | 9,2 | 31.943 | 34.786 |
| di cui: <i>titoli a breve termine</i> | 889 | 0,0 | 0,0 | 99 | 56 |
| <i>titoli a medio</i> | | | | | |
| <i>e a lungo termine</i> | 91.572 | 2,8 | 3,7 | 913 | 15.037 |
| <i>azioni</i> | | | | | |
| <i>e partecipazioni</i> . . | 94.012 | 3,9 | 3,8 | 17.716 | 23.865 |
| <i>quote di fondi</i> | | | | | |
| <i>comuni</i> | 41.492 | 1,7 | 1,7 | 14.488 | -5.118 |
| Riserve per premi | | | | | |
| di assicurazione (2) | 364.540 | 12,1 | 14,8 | 40.128 | 35.629 |
| Altre attività (3) | 15.370 | 0,8 | 0,7 | -1.174 | -5.095 |
| Totale attività | 2.471.011 | 100 | 100 | 129.682 | 126.144 |
| PASSIVITÀ | | | | | |
| Debiti a breve termine (4) | 55.618 | 15,8 | 14,8 | 3.024 | -811 |
| di cui: <i>bancari</i> | 54.958 | 15,6 | 14,6 | 2.800 | -788 |
| Debiti a medio | | | | | |
| e a lungo termine (5) | 222.962 | 58,7 | 59,4 | 23.784 | 17.322 |
| di cui: <i>bancari</i> | 202.821 | 53,1 | 54,0 | 21.810 | 17.111 |
| Altre passività finanziarie (6) . | 97.015 | 25,5 | 25,8 | 12.067 | 5.468 |
| Totale passività | 375.595 | 100 | 100 | 38.875 | 21.979 |
| Saldo | 2.095.416 | | | 90.807 | 104.165 |

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 di quiescenza e altre partite minori.

COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE (1)
(dati di fine periodo)

| Paesi | Anni | Circolante e depositi | Titoli | Azioni e quote di 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 | 1,65 | 0,43 |
| | 2000 | 25,5 | 2,3 | 45,8 | 26,4 | 2,34 | 0,46 |
| Germania | 1995 | 41,7 | 13,5 | 18,0 | 26,8 | 1,49 | 0,63 |
| | 2000 | 33,9 | 10,2 | 26,9 | 29,0 | 1,80 | 0,74 |
| Giappone (4) ... | 1995 | 49,7 | 6,8 | 13,8 | 29,7 | 2,55 | 0,81 |
| | 2000 | 53,0 | 4,4 | 10,9 | 31,7 | 2,76 | 0,76 |
| Italia | 1995 | 40,1 | 30,5 | 17,8 | 11,6 | 1,89 | 0,23 |
| | 2000 | 24,7 | 18,9 | 42,9 | 13,5 | 2,27 | 0,30 |
| Regno Unito | 1995 | 24,2 | 1,6 | 19,5 | 54,7 | 2,61 | 0,71 |
| | 2000 | 22,2 | 1,3 | 23,2 | 53,3 | 2,99 | 0,77 |
| Stati Uniti (5) ... | 1995 | 15,3 | 8,9 | 45,0 | 30,8 | 2,92 | 0,69 |
| | 2000 | 13,5 | 6,1 | 48,7 | 31,7 | 3,41 | 0,76 |
| <i>Per memoria:</i> | 1995 | 40,7 | 14,0 | 23,4 | 21,9 | 1,61 | 0,48 |
| Euro 4 (6) | 2000 | 29,3 | 9,0 | 38,7 | 23,0 | 2,06 | 0,55 |

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: Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States*, 1995-2001. Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro. - (6) Italia, Germania, Francia e Spagna.

Le azioni e le partecipazioni sull'interno detenute direttamente dalle famiglie sono diminuite di 1,9 miliardi di euro. Si sono ridotte anche le quote di fondi comuni italiani (-6,6 miliardi); la contrazione si è concentrata nella componente azionaria e in quella bilanciata (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*).

Le famiglie italiane hanno acquistato azioni e quote di fondi comuni esteri per 18,7 miliardi, contro un aumento di 32,2 nel 2000. Nel complesso, le acquisizioni di attività sull'estero sono aumentate rispetto all'anno precedente da 31,9 a 34,8 miliardi di euro.

La crescita delle passività finanziarie lorde nel 2001 è stata sostenuta, ma più ridotta che negli anni precedenti (22,0 miliardi di euro, contro circa 40 sia nel 2000 sia nel 1999). In rapporto alla consistenza delle attività finanziarie, l'ammontare delle passività è cresciuto al 15,2 per cento nel 2001, dal 12,5 del 1999.

I debiti nei confronti delle banche e degli altri intermediari creditizi sono aumentati di 16,5 miliardi. Alla contrazione dei debiti a breve termine si è contrapposta la crescita della componente a medio e a lungo termine, risul-

tata di poco superiore all'8 per cento (contro il 16 per cento registrato in media nel biennio 1999-2000).

Tra il 1995 e il 2000 l'incidenza delle passività finanziarie delle famiglie italiane sul PIL è cresciuta dal 23 al 30 per cento (tav. D5). L'aumento percentuale di questo rapporto è stato sensibilmente superiore a quello osservato in Francia e nel Regno Unito. Nel confronto internazionale l'indebitamento delle famiglie italiane rimane molto contenuto. Le passività finanziarie sono particolarmente elevate in Germania, Giappone, Stati Uniti e Regno Unito; in tutti questi paesi superano il 70 per cento del prodotto.

Tra le forme di indebitamento, il credito al consumo risulta in Italia poco sviluppato sia in percentuale del PIL (poco più del 3 per cento nel 2000, contro una media dell'8 per i principali paesi dell'area dell'euro), sia in rapporto al totale dei debiti finanziari delle famiglie (14 contro 16 per cento). In Italia, inoltre, il credito al consumo è prevalentemente a breve termine e rimane assai concentrato per finalità: gran parte delle famiglie vi fa ricorso per l'acquisto di mezzi di trasporto. La crescente diffusione che si è andata manifestando negli anni recenti (tra il 1995 e il 2000 la quota delle famiglie che vi fa ricorso è aumentata dal 9,3 al 10,9 per cento) è essenzialmente legata al calo dei tassi d'interesse reali e alla concorrenza nel mercato creditizio.

La composizione della ricchezza delle famiglie

Nella seconda metà degli anni novanta lo sviluppo degli investitori istituzionali, la crescente efficienza operativa dei mercati mobiliari e la progressiva integrazione delle principali piazze finanziarie internazionali hanno favorito in tutti i maggiori paesi la rapida espansione del volume delle attività finanziarie detenute dalle famiglie. In Italia il rapporto tra tali attività e il PIL è cresciuto dal 189 al 227 per cento tra il 1995 e il 2000, un aumento analogo a quello osservato, nello stesso periodo, in Germania (dal 149 al 180 per cento) e nel Regno Unito (dal 261 al 299), inferiore a quello della Francia (dal 165 al 234).

Sulla base delle informazioni desumibili dall'indagine sui bilanci delle famiglie condotta dalla Banca d'Italia, all'interno della ricchezza totale, quella finanziaria rappresenta per la famiglia media italiana una quota ancora contenuta, stimabile in meno di un quarto (tav. D6). Secondo i dati dell'indagine, nel 2000 tale quota ha subito una flessione, segnando un'inversione della tendenza alla crescita osservata dai primi anni novanta: la riduzione è attribuibile alla dinamica più sostenuta della ricchezza reale rispetto a quella osservata per le attività finanziarie.

Nel corso degli anni novanta, l'aumento della ricchezza totale delle famiglie italiane è stato di circa il 50 per cento, comparabile a quello registrato negli Stati Uniti. Nel nostro paese l'espansione della ricchezza è riconducibile per il 75 per cento alla crescita delle attività reali (soprattutto immobili) piuttosto che a quella delle attività finanziarie (fenomeno invece preponderante per spiegare l'evoluzione della ricchezza negli Stati Uniti, dove alla fine del decennio scorso il peso delle attività finanziarie sul portafoglio delle famiglie superava il 70 per cento).

COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO DELLE FAMIGLIE ITALIANE (1)
(quote percentuali sul totale delle attività)

| Tipo di attività | 1991 | 1993 | 1995 | 1998 | 2000 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Attività finanziarie | 21,9 | 24,7 | 24,3 | 26,2 | 23,1 |
| Attività reali (2) | 78,1 | 75,3 | 75,7 | 73,8 | 76,9 |
| di cui: Immobili (3) | 55,2 | 56,9 | 59,5 | 60,1 | 62,2 |

Fonte: Banca d'Italia. *I bilanci delle famiglie italiane* (vari anni).
(1) Dati di fine periodo. Media semplice dei valori campionari riportati all'universo. - (2) Includono gli immobili, le aziende e gli oggetti di valore. - (3) Includono i terreni e le abitazioni.

In Italia la percentuale di famiglie che detiene azioni è salita dal 4 al 10 per cento tra il 1991 e il 2000, anche in seguito al processo di privatizzazione delle imprese pubbliche. Il possesso di azioni rimane tuttavia concentrato: sulla base dei dati dell'indagine, nel 2000 le famiglie appartenenti al primo quartile della distribuzione del reddito detenevano il 76 per cento delle azioni quotate, il 91 per cento delle partecipazioni, il 64 per cento delle quote di fondi comuni. La quota degli immobili detenuta da tale gruppo di famiglie era del 51 per cento.

Per le famiglie italiane non vi è evidenza di significativi effetti ricchezza sui consumi in seguito alla crescita dei corsi azionari e all'aumento del valore delle attività reali.

Nel corso degli anni novanta il risparmio delle famiglie italiane, pur scendendo rispetto all'inizio del decennio, è rimasto elevato nel confronto con i principali paesi dell'area dell'euro (cfr. il capitolo della sezione B: La domanda). Negli Stati Uniti il risparmio delle famiglie si è invece ridotto notevolmente; la riduzione è riconducibile per la gran parte alle famiglie che più hanno beneficiato dell'espansione della ricchezza in seguito alla crescita dei corsi azionari. La scarsa evidenza di effetti ricchezza in Italia può essere in parte dovuta alla difficoltà di realizzare i guadagni in conto capitale sugli immobili e al peso contenuto, rispetto ad altri paesi, di attività finanziarie scambiate sui mercati regolamentati e, quindi, liquidabili con rapidità.

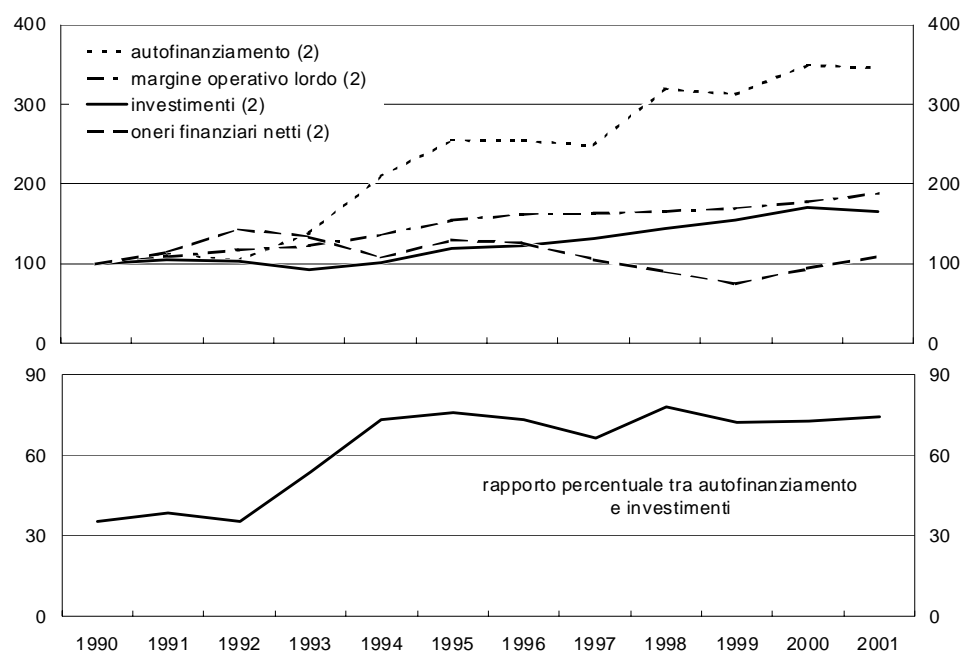
Il finanziamento e la situazione di liquidità delle imprese

Nel 2001 la redditività operativa delle imprese, misurata dal rapporto tra il margine operativo lordo (MOL) e il valore aggiunto, è rimasta sostanzialmente stabile sui valori del 2000 (36 per cento). L'espansione ancora sostenuta dei debiti si è tradotta in un aumento degli oneri finanziari netti (fig. D8), dal 13,6 al 15,0 per cento del MOL. L'autofinanziamento è diminuito in percentuale del valore aggiunto, dal 16,5 al 15,7 per cento.

L'indagine della Banca d'Italia sugli investimenti delle imprese industriali (Invind) indica che, tra le aziende con almeno 50 addetti, la percentuale di quelle con bilanci in utile o in pareggio è rimasta sostanzialmente stabile nel 2001 (85 per cento). Tra le imprese con più di 500 addetti, la percentuale di quelle in utile o in pareggio si è invece ridotta (dall'85 al 75 per cento).

Fig. D8

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



Fonte: Istat e Banca d'Italia.

(1) Stima per il settore "società non finanziarie" basata su dati dei conti economici nazionali dei settori istituzionali secondo il SEC95 (1990-2000). Gli investimenti comprendono le scorte. I dati del 2001 sono stimati sulla base della contabilità nazionale annuale. I dati del 2000 e del 2001 sono provvisori. Per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Indici: 1990=100.

In presenza di un rallentamento degli investimenti fissi lordi e della riduzione delle scorte, è leggermente aumentato il grado di copertura degli investimenti con fondi generati all'interno delle imprese (dal 73 al 74 per cento). Il fabbisogno finanziario si è ridotto a 36,8 miliardi di euro da 61,1 nel 2000 (tav. D7).

I dati del campione di circa 40.000 imprese della Centrale dei bilanci evidenziavano nel 2000, ultimo anno per il quale sono disponibili le informazioni, una riduzione dell'auto-finanziamento in percentuale del valore aggiunto (dal 24,4 al 18,1 per cento, per le imprese sempre presenti nel campione nel periodo 1997-2000). Nel 2000 la diminuzione di questo rapporto è risultata più accentuata per le imprese di minore dimensione (fino a 14 addetti) e per quelle con 500 o più addetti. Per queste due categorie di imprese è anche cresciuta, più che per la media del campione, l'incidenza degli investimenti sul valore aggiunto. Il rapporto tra il flusso dei debiti finanziari e il valore aggiunto è aumentato di circa sette punti percentuali, al 41,3 per cento, per le imprese di minore dimensione e di 18,6 punti, al 29,6 per cento, per quelle con almeno 500 addetti, a fronte di una crescita inferiore ai sei punti per le altre classi dimensionali (dove tale rapporto si situa attorno al 23 per cento).

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE ITALIANE (1)

(milioni di euro e composizione percentuale)

| Voci | Consistenze di fine periodo | | | Flussi | |
|---|-----------------------------|--------------------------|---------------|----------------|----------------|
| | Dicembre 2001 | Composizione percentuale | | 2000 | 2001 |
| | | Dicembre 2000 | Dicembre 2001 | | |
| ATTIVITÀ | | | | | |
| Biglietti e depositi a vista | 105.625 | 8,1 | 7,6 | 10.770 | 8.765 |
| Altri depositi | 9.224 | 0,9 | 0,7 | 3.470 | -1.928 |
| di cui: <i>bancari</i> | 8.208 | 0,9 | 0,6 | 3.439 | -2.008 |
| Titoli a breve termine | 187 | 0,0 | 0,0 | -349 | -504 |
| Titoli a medio e a lungo termine ... | 32.225 | 3,0 | 2,3 | 2.368 | -2.761 |
| di cui: <i>di Stato</i> | 17.696 | 1,6 | 1,3 | -3.031 | -2.567 |
| Azioni e partecipazioni | 694.307 | 43,6 | 50,0 | 27.697 | 21.251 |
| Quote di fondi comuni | 5.013 | 0,5 | 0,4 | 80 | -92 |
| Crediti commerciali | 216.412 | 17,0 | 15,6 | -13.438 | 13.080 |
| Altre attività finanziarie (2) | 45.135 | 4,2 | 3,3 | -3.881 | -6.588 |
| Attività sull'estero | 279.672 | 22,7 | 20,1 | 16.058 | 28.727 |
| di cui: <i>crediti commerciali</i> | 69.958 | 5,0 | 5,0 | 7.274 | 10.245 |
| <i>titoli</i> | 21.831 | 1,7 | 1,6 | -685 | 1.205 |
| <i>azioni e partecipazioni</i> | 136.516 | 11,6 | 9,8 | 5.036 | 15.109 |
| Totale attività | 1.387.801 | 100,0 | 100,0 | 42.774 | 59.950 |
| PASSIVITÀ | | | | | |
| Passività sull'interno | 1.981.474 | 87,4 | 87,6 | 97.613 | 77.689 |
| Debiti a breve termine (3) | 319.192 | 13,9 | 14,1 | 44.151 | 12.478 |
| di cui: <i>bancari</i> | 292.227 | 12,7 | 12,9 | 36.340 | 11.269 |
| Debiti a medio e a lungo termine (4) | 282.996 | 11,7 | 12,5 | 28.996 | 32.742 |
| di cui: <i>bancari</i> | 221.278 | 9,3 | 9,8 | 21.661 | 23.189 |
| Titoli | 11.587 | 0,4 | 0,5 | -1.349 | 6.902 |
| di cui: <i>a medio e a lungo termine</i> . | 8.698 | 0,3 | 0,4 | -1.360 | 6.515 |
| Azioni e partecipazioni | 1.046.183 | 48,0 | 46,3 | 31.341 | 5.188 |
| Debiti commerciali | 220.829 | 9,4 | 9,8 | -13.713 | 13.347 |
| Altre passività finanziarie (5) | 100.687 | 4,0 | 4,4 | 8.187 | 7.032 |
| Passività sull'estero | 279.580 | 12,6 | 12,4 | 6.218 | 19.029 |
| di cui: <i>debiti commerciali</i> | 39.768 | 1,4 | 1,8 | 2.759 | 9.236 |
| <i>debiti finanziari</i> | 104.176 | 4,7 | 4,6 | 7.780 | 1.201 |
| di cui: <i>titoli a medio e a lungo termine</i> | 18.606 | 0,5 | 0,8 | 989 | 6.846 |
| <i>azioni e partecipazioni</i> | 130.578 | 6,5 | 5,8 | -3.083 | 9.226 |
| Totale passività | 2.261.054 | 100 | 100 | 103.831 | 96.718 |
| Saldo | -873.253 | | | -61.057 | -36.768 |

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. - (5) Includono i fondi di quiescenza e altre partite minori.

Analisi condotte nell'Eurosistema sugli effetti della politica monetaria sulle decisioni di investimento delle imprese nei quattro principali paesi dell'area dell'euro (cfr., in questa sezione, il capitolo introduttivo) mostrano che un aumento del costo d'uso del capitale si associa a una diminuzione degli investimenti in tutti i paesi esaminati. Inoltre, la spesa per investimenti cresce al crescere delle vendite e dell'autofinanziamento; nel nostro paese le imprese di minore dimensione risultano più reattive delle grandi alle variazioni dei flussi di cassa. Una variazione dei tassi di interesse influenza la spesa per investimenti soprattutto attraverso il costo d'uso del capitale, ma anche mediante riduzioni dell'autofinanziamento delle imprese.

Nel 2001 all'aumento delle passività finanziarie lorde (96,7 miliardi di euro, contro 103,8 nel 2000) ha concorso in misura rilevante la componente estera.

Il rapporto tra la consistenza delle passività finanziarie delle imprese italiane e il PIL, pur cresciuto dal 132 al 178 per cento tra il 1995 e il 2000, rimane inferiore a quello osservato negli altri principali paesi industriali, con l'eccezione della Germania (tav. D8).

Tav. D8

COMPOSIZIONE DELLE PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE (1)

| Paesi | Anni | Titoli | Prestiti | Azioni (2) | Debiti commerciali e altre passività (3) | Per memoria: Passività finanziarie |
|---------------------|------|--|----------|------------|--|--|
| | | <i>(consistenze; quote percentuali sul totale)</i> | | | | <i>(consistenze; in rapporto al PIL)</i> |
| Francia | 1995 | 5,8 | 27,9 | 47,2 | 19,1 | 2,17 |
| | 2000 | 4,6 | 14,4 | 70,4 | 10,6 | 4,10 |
| Germania | 1995 | 2,9 | 42,2 | 41,3 | 13,6 | 1,07 |
| | 2000 | 1,5 | 37,6 | 48,6 | 12,3 | 1,69 |
| Giappone (4) ... | 1995 | 9,1 | 40,7 | 30,1 | 20,1 | 3,09 |
| | 2000 | 9,6 | 38,7 | 31,7 | 20,0 | 2,73 |
| Italia | 1995 | 1,7 | 39,5 | 36,1 | 22,7 | 1,32 |
| | 2000 | 0,9 | 30,4 | 52,4 | 16,3 | 1,78 |
| Regno Unito | 1995 | 6,3 | 23,0 | 62,4 | 8,3 | 2,10 |
| | 2000 | 7,0 | 21,4 | 66,8 | 4,8 | 2,97 |
| Stati Uniti (5) ... | 1995 | 13,2 | 10,0 | 51,6 | 25,2 | 1,68 |
| | 2000 | 12,4 | 9,4 | 59,1 | 19,1 | 2,18 |
| Per memoria: | 1995 | 3,9 | 34,1 | 42,8 | 19,2 | 1,49 |
| | 2000 | 2,8 | 23,9 | 59,7 | 13,6 | 2,50 |

Fonte: Eurostat, ad eccezione di quelle specificate nelle note.

(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*. - (5) Fonte: Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States, 1995-2001*. - (6) Italia, Germania, Francia e Spagna.

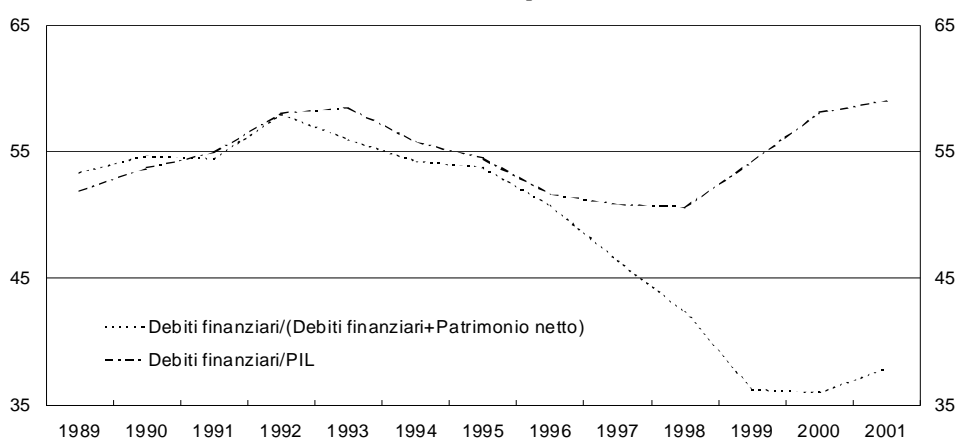
L'espansione dei debiti finanziari (sotto forma di prestiti o titoli), pari a 53,3 miliardi, è risultata più contenuta che nel 2000 (79,6 miliardi). La decelerazione si è concentrata nella componente dei prestiti (da 79,9 a 39,6

miliardi), mentre le emissioni nette di titoli hanno registrato una fortissima crescita, pari a 13,4 miliardi di euro nella componente a medio e a lungo termine (-0,4 miliardi nel 2000).

Nonostante la decelerazione, il peso dello stock di debiti finanziari sul PIL è cresciuto, portandosi al 59,0 per cento (58,1 nel 2000), circa cinque punti percentuali in più della media dello scorso decennio (fig. D9).

Fig. D9

INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE ITALIANE (1)
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

(1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95.

Il grado di indebitamento, misurato dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto, era pari al 37,9 per cento alla fine del 2001, circa due punti percentuali in più rispetto alla fine del 2000. Tuttavia il grado di indebitamento delle imprese si trova tuttora su livelli più bassi di quelli registrati nella prima metà degli anni novanta.

Il confronto internazionale basato sui dati dei conti finanziari indica che, per le imprese italiane, la riduzione del grado di indebitamento tra il 1995 e il 2000 è stata più forte di quella osservata nello stesso periodo in tutti i principali paesi, con l'eccezione della Francia.

Il flusso dei debiti finanziari a breve termine, che era fortemente cresciuto nel biennio 1999-2000 per effetto di operazioni di finanza straordinaria effettuate da alcune grandi imprese, è diminuito, portandosi a 8,3 miliardi (51,8 nel 2000); il flusso dei debiti a medio e a lungo termine è invece aumentato, da 27,8 a 45,0 miliardi. Di conseguenza, il peso dei debiti finanziari a breve termine sulla consistenza complessiva dei debiti finanziari è sceso nel 2001, portandosi al 56,0 per cento (58,3 per cento nel 2000); questo valore è doppio rispetto a quello osservato per le imprese degli altri principali paesi dell'area dell'euro.

Secondo i dati della Centrale dei bilanci, nel 2000 l'incidenza della consistenza dei debiti finanziari sul totale dei debiti è rimasta stabile sui valori del 1999 (46,8 per cento). Tra i debiti finanziari è cresciuto il peso di quelli bancari (al 64,1 per cento, dal 63,2 del 1999), in particolare nella componente a breve termine. La crescita del peso dei debiti bancari è risultata più accentuata per le imprese con un numero di addetti tra 15 e 49 e per quelle con 500 addetti e oltre. Tale incidenza supera il 70 per cento per le imprese con meno di 200 addetti, per quelle del Nord Est e del Mezzogiorno e per quelle operanti nei settori dell'agricoltura, degli alimentari e dei beni tradizionali.

I debiti commerciali, interni ed esteri, sono aumentati di 22,6 miliardi di euro, circa un quarto del flusso totale di passività.

Sulla base dei dati dell'indagine condotta dalla Banca d'Italia sulle imprese dell'industria in senso stretto, nel 2001 nelle aziende con almeno 50 addetti l'importo medio ponderato dei crediti commerciali verso altre imprese era pari al 21 per cento del fatturato, un valore analogo a quello osservato nel 2000; un peso maggiore si registrava per le imprese del Nord Est e del Mezzogiorno, per quelle di media dimensione e per quelle del settore tessile. La durata media contrattuale dei crediti commerciali era di circa 90 giorni. Il 71 per cento dei crediti commerciali veniva riscosso entro la scadenza, i rimanenti con un ritardo medio di circa 45 giorni.

Le informazioni relative a un campione di transazioni commerciali indicano che nel 14 per cento dei casi all'acquirente viene richiesto il pagamento in contanti, senza concedere dilazioni. La percentuale è più elevata quando l'acquirente è un'impresa di recente costituzione o che non ha avuto precedenti rapporti con il venditore; è più bassa per i clienti abituali e per quelli ritenuti più affidabili dall'impresa fornitrice. Circa un quinto delle imprese alle quali viene concessa la possibilità del pagamento dilazionato riceve un'offerta di sconto per il pagamento in contanti; l'incidenza è maggiore per le imprese del settore commerciale. L'offerta di sconto per l'immediato pagamento viene accettata meno frequentemente dalle imprese di recente costituzione e da quelle ritenute meno affidabili dal fornitore.

Analisi condotte dalla Banca d'Italia sul fenomeno dei debiti e dei crediti commerciali, al fine di analizzarne le caratteristiche e le implicazioni per l'attività di impresa e per la trasmissione della politica monetaria, indicano che le imprese italiane ricorrono al debito commerciale prevalentemente per sincronizzare i pagamenti con le entrate future; diversi fattori di natura sia finanziaria sia reale ne orientano le decisioni.

A livello aggregato, le condizioni del ciclo economico e dell'offerta di credito bancario influenzano in misura significativa l'utilizzo di questo strumento: nei momenti di rallentamento dell'economia i tempi delle dilazioni di pagamento tendono ad aumentare, così come il rapporto tra debiti commerciali e debiti bancari tende ad accrescersi nelle fasi di restrizione del credito. Le imprese con minore accesso ai finanziamenti bancari e con una bassa dotazione di fondi generati internamente ricorrono in misura maggiore al debito commerciale, soprattutto ritardando i pagamenti rispetto alle condizioni contrattuali. Una motivazione rilevante per il ricorso al debito commerciale è rappresentata anche dall'esigenza del committente di utilizzare la dilazione di pagamento come una garanzia sulla qualità dei beni acquistati, soprattutto nei casi in cui vengono decentrate all'esterno fasi importanti del processo produttivo.

Nel 2001 la raccolta di capitale di rischio è ammontata a 5,2 miliardi nella componente interna e a 9,2 miliardi in quella estera (rispettivamente, 31,3 e -3,1 miliardi nel 2000); nel complesso, il flusso di azioni e partecipazioni ha rappresentato il 14,9 per cento del flusso totale delle passività, contro il 27,2 per cento del 2000.

Nel 2001 il 12,3 per cento delle imprese del campione Invind ha fatto ricorso ad aumenti di capitale per finanziare la propria attività (9,4 nel 2000); la crescita della quota è attribuibile alle imprese con meno di 500 addetti. Le imprese che prevedono di effettuare aumenti di capitale nel 2002 sono il 6,2 per cento del totale. Il ricorso alle emissioni di obbligazioni e di altri titoli a medio e a lungo termine è ancora poco diffuso: nel 2001 soltanto l'1,8 per cento del campione ha scelto questa modalità (1,1 per cento nel 2000).

Secondo i dati diffusi dall'Aifi (Associazione italiana degli investitori istituzionali nel capitale di rischio), nel 2001 gli investimenti effettuati in Italia da società di venture capital sono scesi a 2,2 miliardi di euro, da 3,0 miliardi nel 2000.

Gli investimenti di venture capital effettuati in imprese che si trovano in una fase avanzata del processo evolutivo continuano a rappresentare la quota preponderante di quelli complessivi (87 per cento); è tuttavia cresciuta la quota investita in imprese che operano nei settori a elevato contenuto tecnologico (al 46 per cento, dal 23 del 2000).

La riduzione degli investimenti effettuati dalle società di venture capital è un fenomeno comune ai principali paesi industriali. Il calo dei valori di borsa si è riflesso in una diminuzione dei disinvestimenti realizzati dalle società di venture capital per il tramite del mercato azionario: in Italia la quota è scesa dal 17 al 9 per cento del valore complessivo dei disinvestimenti.

Nel 2001 le attività finanziarie lorde detenute dalle imprese hanno segnato una forte crescita (60,0 miliardi di euro, a fronte di 42,8 miliardi nel 2000). Tra queste, un aumento rilevante è stato registrato dai crediti commerciali (oltre 23 miliardi di euro); per il settore nel suo complesso, vi ha corrisposto l'analogia crescita dei debiti commerciali dal lato del passivo. L'espansione dei depositi a vista è proseguita, ma ha rallentato rispetto al 2000 (8,8 contro 10,8 miliardi di euro).

Particolarmente intensa è stata anche l'espansione delle azioni e partecipazioni, cresciute di 21,3 miliardi di euro nella componente sull'interno e di 15,1 miliardi in quella estera; all'aumento hanno contribuito alcune operazioni di acquisizione di imprese di grande dimensione.

Dopo la forte crescita della seconda metà degli anni novanta, le operazioni di fusione e di acquisizione hanno peraltro segnato una riduzione, avvenuta in concomitanza con il calo dei corsi azionari. La flessione è risultata comune ai principali paesi industrializzati, così come lo era stata la precedente forte espansione.

Secondo i dati diffusi da operatori specializzati, nel 2001 il numero delle fusioni e delle acquisizioni di interessi di maggioranza in imprese dei principali paesi industriali è sceso a 5.687 (7.621 nel 2000) e il valore totale (relativo alle operazioni per le quali è noto l'ammontare della transazione) è diminuito a 923 miliardi di dollari (2.117 nel 2000). Nell'area dell'euro le operazioni sono scese a 1.687 quanto a numero (da 2.360 del 2000) e a 146 miliardi di dollari quanto a valore (da 283). Le operazioni che hanno avuto come oggetto imprese italiane si sono ridotte nel 2001 del 16 per cento, a 218; il valore è passato da 43 a 20 miliardi di dollari; di queste operazioni, 149 sono avvenute tra aziende italiane. Le imprese italiane hanno, a loro volta, effettuato 80 operazioni di acquisizione di aziende estere.

Nel periodo 1996-2001 nei principali paesi industriali si sono avute oltre 34.000 operazioni di fusione e di acquisizione di interessi di maggioranza tra imprese, circa il 70 per cento in più rispetto ai sei anni precedenti. Il valore complessivo delle operazioni per le quali è noto l'ammontare è salito al 6,1 per cento del PIL, dall'1,3 del periodo 1990-95. Delle operazioni condotte negli ultimi sei anni, circa l'80 per cento aveva riguardato imprese del settore non finanziario. Nell'area dell'euro nei sei anni passati sono state effettuate 9.696 operazioni, per un controvalore del 3,4 per cento del PIL (contro lo 0,7 nel periodo 1990-95). Le operazioni verso imprese italiane sono state 1.048 (852 nel 1990-95) per un valore pari al 2,9 per cento del PIL. Sia nell'area dell'euro sia in Italia circa l'80 per cento delle operazioni ha riguardato il settore non finanziario.

Considerando anche le acquisizioni di interessi parziali e di rami di attività, le operazioni effettuate nei maggiori paesi industriali sono state oltre 52.000 nel periodo 1996-2001 (34.887 nei sei anni precedenti); quelle verso le imprese dei paesi dell'area dell'euro sono state 16.303, quelle verso imprese italiane 2.035.

Vari fattori accomunano il fenomeno delle fusioni e delle acquisizioni nei paesi esaminati. In primo luogo, nel periodo 1996-2001, oltre il 60 per cento del numero e circa l'80 per cento del valore delle operazioni di fusione e di acquisizione di interessi di maggioranza hanno riguardato imprese che fanno parte dello stesso settore di attività economica, indicando l'esigenza di raggiungere dimensioni di impresa idonee a competere su mercati divenuti più ampi, piuttosto che quella di diversificare la gamma della produzione. Inoltre, l'incidenza del valore delle operazioni relative a imprese dei settori interessati, in periodi diversi nei vari paesi, da processi di liberalizzazione e di deregolamentazione dell'attività produttiva (telecomunicazioni, finanza, produzione e distribuzione dell'energia) è risultata particolarmente elevata; in tali settori sarebbe stata forte l'esigenza di raggiungere una scala di attività tale da consentire i guadagni di efficienza resi necessari dal nuovo contesto competitivo. Infine, la spinta al consolidamento ha riguardato in misura rilevante anche il settore dei beni ad alto contenuto tecnologico, dove si prevedevano tassi di sviluppo elevati; le imprese acquirenti avrebbero ricercato mediante queste operazioni l'accesso a nuove tecnologie, in alternativa all'investimento diretto. Nei maggiori paesi industriali le operazioni effettuate in imprese di questi settori hanno rappresentato il 15 per cento del totale delle operazioni tra il 1996 e il 2001; tale quota era del 12 per cento nell'area dell'euro e del 10 per cento in Italia. L'incidenza sul valore complessivo delle operazioni è risultata in crescita rispetto al periodo 1990-95.

LE BANCHE E GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI

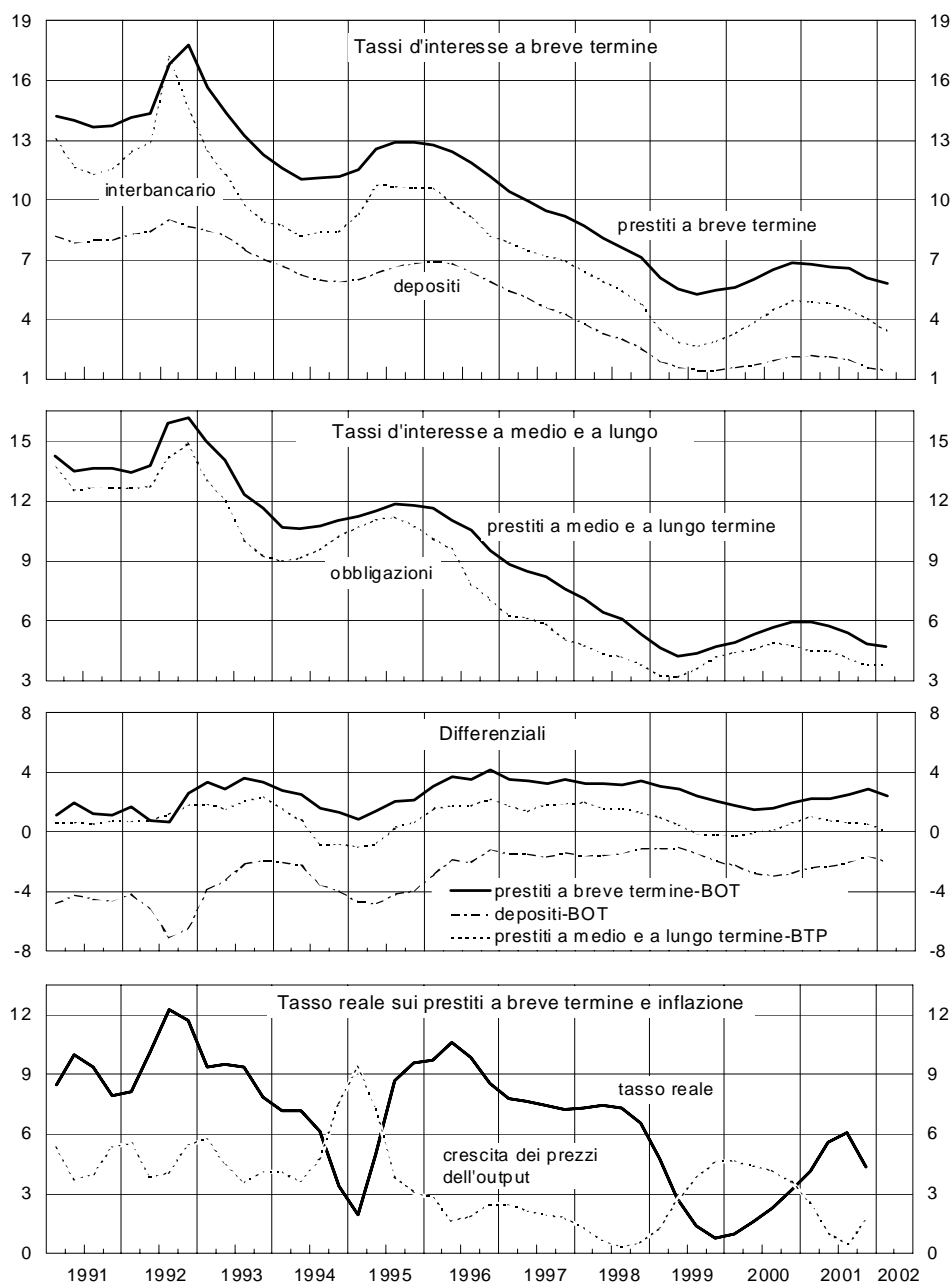
Nel 2001 l'attività delle banche italiane ha risentito della sfavorevole congiuntura economica e finanziaria nel nostro paese e nelle altre maggiori economie. Il rallentamento dell'attività produttiva si è riflesso in una crescita più contenuta dei prestiti; le turbolenze sui principali mercati finanziari hanno provocato un calo della domanda di servizi di gestione del risparmio; le difficoltà di alcuni paesi e di alcune grandi imprese estere, talora degenerare in episodi di instabilità finanziaria, hanno richiesto un aumento degli accantonamenti prudenziali. Il sistema bancario ha registrato per la prima volta dal 1997 un calo di redditività: il rendimento del capitale è sceso dall'11,6 all'8,9 per cento.

La decelerazione del credito ha interessato tutte le categorie di clientela; è stata accentuata per le grandi imprese e per le società finanziarie che, in connessione con operazioni di finanza straordinaria, tra la fine del 2000 e i primi mesi del 2001 avevano fatto ricorso ai prestiti bancari più di quanto fosse prevedibile sulla base dell'andamento degli investimenti e dei tassi di interesse. Alla fine dello scorso dicembre i finanziamenti alle imprese sono tornati in linea con quelli attesi. La rapida crescita del credito al consumo e la vivace attività del mercato immobiliare hanno sostenuto l'espansione dei prestiti alle famiglie, ancora poco sviluppati nel nostro paese. I tassi d'interesse sui finanziamenti a breve termine si sono adeguati con rapidità alle condizioni del mercato monetario (fig. D10). Le condizioni dell'offerta sono rimaste generalmente distese.

La raccolta bancaria sull'interno ha accelerato, soprattutto nella seconda metà dell'anno. L'elevata incertezza prevalente sui mercati finanziari e la riduzione del differenziale di rendimento tra i titoli di Stato e i depositi bancari (che rappresenta un indicatore del costo-opportunità di detenere depositi) hanno favorito l'espansione delle passività bancarie più liquide. Le obbligazioni emesse dalle banche hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto, in particolare nella componente costituita da titoli con vincolo di subordinazione.

Come negli anni passati, le banche hanno ridotto i titoli nel loro portafoglio e ampliato l'indebitamento netto verso l'estero. Il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli) e i prestiti si è ulteriormente ridotto rispetto al livello già basso raggiunto nel 2000 (fig. D11). Oltre che per finanziare l'espansio-

**TASSI D'INTERESSE BANCARI E DIFFERENZIALI
CON I RENDIMENTI DEI TITOLI PUBBLICI IN ITALIA (1)**
(dati trimestrali; valori e punti percentuali)



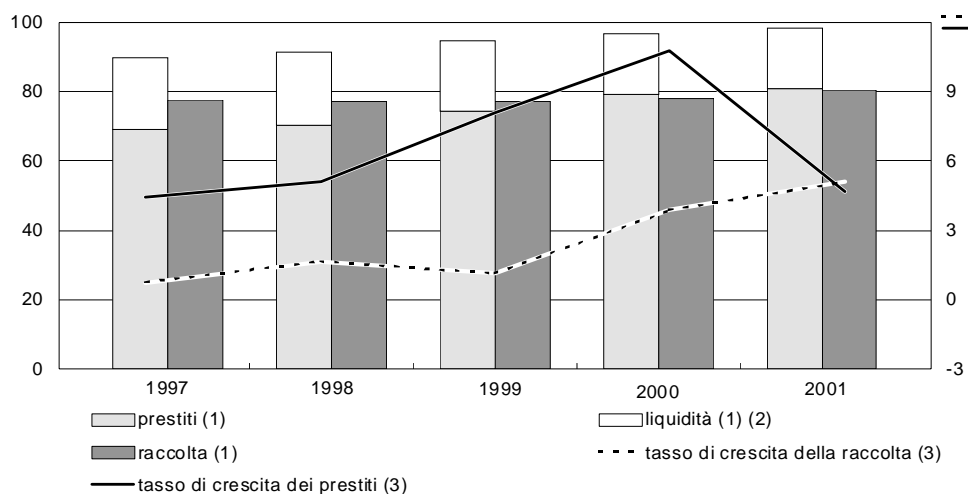
(1) Il rendimento dei BTP è relativo a quelli con vita residua superiore a 1 anno scambiati in borsa. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo dell'indice dei prezzi dell'output cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

ne dei prestiti, le banche hanno utilizzato i fondi generati dall'incremento della raccolta sull'interno, dalla crescita dell'indebitamento netto sull'estero e dalla riduzione dei titoli in portafoglio per accrescere le partecipazioni

azionarie e ridurre le passività nette nei confronti della Banca d'Italia. Da novembre hanno costituito ingenti depositi cauzionali presso la Banca centrale a fronte della consegna anticipata delle banconote in euro.

Fig. D11

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 sono state deflazionate utilizzando il deflatore del PIL.

La crescita dei ricavi netti da interesse, dovuta all'espansione dei prestiti, ha compensato la riduzione delle commissioni nette sui servizi e quella dei ricavi dalla negoziazione di titoli. L'aumento dei costi operativi e gli ingenti accantonamenti ai fondi prudenziali hanno determinato una contrazione dell'utile netto del 19,8 per cento.

I prestiti

Nel 2001 i prestiti concessi da banche italiane a clienti residenti in Italia sono aumentati del 7,4 per cento (13,1 nel 2000; tav. D9). Pur rallentando, il credito bancario ha continuato a crescere nel nostro paese a un ritmo superiore a quello del PIL nominale (4,4 per cento) e a quello medio dell'area dell'euro (5,3 per cento; tav. D10).

Tra gli altri principali paesi dell'area, soltanto la Spagna ha registrato un tasso di crescita più elevato (fig. D12), in ragione di un più favorevole andamento dell'attività produttiva e di una persistente, elevata espansione del credito alle famiglie. L'aumento più contenuto si è registrato in Germania (1,5 per cento).

PRINCIPALI VOCI DI BILANCIO DELLE BANCHE ITALIANE (1)

(dati di fine periodo)

| Voci | Variazioni percentuali | | | | | | | Consistenze (milioni di euro) |
|--|------------------------|--------------|--------------|---|----------|-----------|----------|-------------------------------------|
| | Sui 12 mesi | | | Sul trimestre precedente in ragione d'anno (2) | | | | |
| | Dic. 2000 | Dic. 2001 | Mar. 2002 | 2001 | | | | Dicembre 2001 |
| | | | | I trim. | II trim. | III trim. | IV trim. | |
| Attività | | | | | | | | |
| Titoli | -16,0 | -11,7 | -5,3 | -25,9 | 4,9 | -11,8 | -11,2 | 178.981 |
| di cui: <i>titoli di Stato</i> | -20,3 | -16,4 | -8,5 | -31,7 | 7,9 | -17,4 | -19,5 | 122.985 |
| Prestiti | 13,1 | 7,4 | 6,4 | 8,8 | 6,0 | 9,5 | 6,1 | 980.578 |
| di cui (3): | | | | | | | | |
| <i>a breve termine (a)</i> | 18,5 | 6,4 | 2,2 | 11,0 | 3,5 | 9,8 | 3,1 | 464.196 |
| <i>a medio e a lungo termine (b)</i> | 10,1 | 9,0 | 10,4 | 8,4 | 10,1 | 11,5 | 5,9 | 461.569 |
| <i>(a)+(b)</i> | 14,2 | 7,7 | 6,2 | 9,7 | 6,7 | 10,7 | 4,5 | 925.765 |
| <i>pronti contro termine</i> | -18,3 | -18,3 | 2,2 | -25,0 | 35,5 | -62,5 | 17,1 | 6.803 |
| <i>sofferenze (4)</i> | -13,8 | -12,7 | -13,9 | -3,7 | -37,4 | -1,3 | -2,0 | 45.356 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | |
| <i>sofferenze al valore di realizzo</i> | -20,1 | -13,6 | -16,3 | -5,9 | -47,3 | 21,1 | -6,9 | 21.216 |
| Attività sull'estero | 1,6 | -8,2 | -6,6 | 22,7 | -8,6 | 1,0 | -37,1 | 180.538 |
| Passività | | | | | | | | |
| Raccolta sull'interno (5) | 6,1 | 7,8 | 9,5 | 4,6 | 7,4 | 10,2 | 8,7 | 978.543 |
| Depositi | 4,0 | 6,4 | 9,0 | 0,0 | 6,3 | 10,3 | 8,6 | 643.870 |
| di cui (6): | | | | | | | | |
| <i>in conto corrente</i> | 6,0 | 9,4 | 12,6 | -0,4 | 8,0 | 18,8 | 10,7 | 446.113 |
| <i>con durata prestabilita</i> | -16,1 | -11,7 | -7,5 | -21,7 | -10,5 | -17,1 | 4,5 | 57.202 |
| <i>rimborsabili con preavviso</i> ... | -6,6 | 0,1 | 4,4 | -6,5 | -1,1 | 2,4 | 7,1 | 57.175 |
| <i>pronti contro termine</i> | 35,7 | 11,6 | 8,3 | 29,7 | 17,2 | 0,6 | 1,8 | 76.164 |
| Obbligazioni (5) | 10,7 | 10,6 | 10,3 | 13,9 | 9,4 | 10,2 | 8,9 | 334.672 |
| Passività sull'estero | 11,6 | 4,1 | -6,4 | 50,3 | 6,5 | -9,7 | -18,6 | 286.509 |

(1) I dati di marzo 2002 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) Calcolate 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) Incluse le obbligazioni detenute da non residenti. - (6) Esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

In Italia la decelerazione del credito ha interessato principalmente le imprese (dal 15,6 all'8,7 per cento; tav. D11) e le società finanziarie e assicurative (dal 25,3 al 10,3 per cento), in particolare nel comparto dei prestiti di importo elevato volti a finanziare fusioni, acquisizioni e altre operazioni di ristrutturazione aziendale.

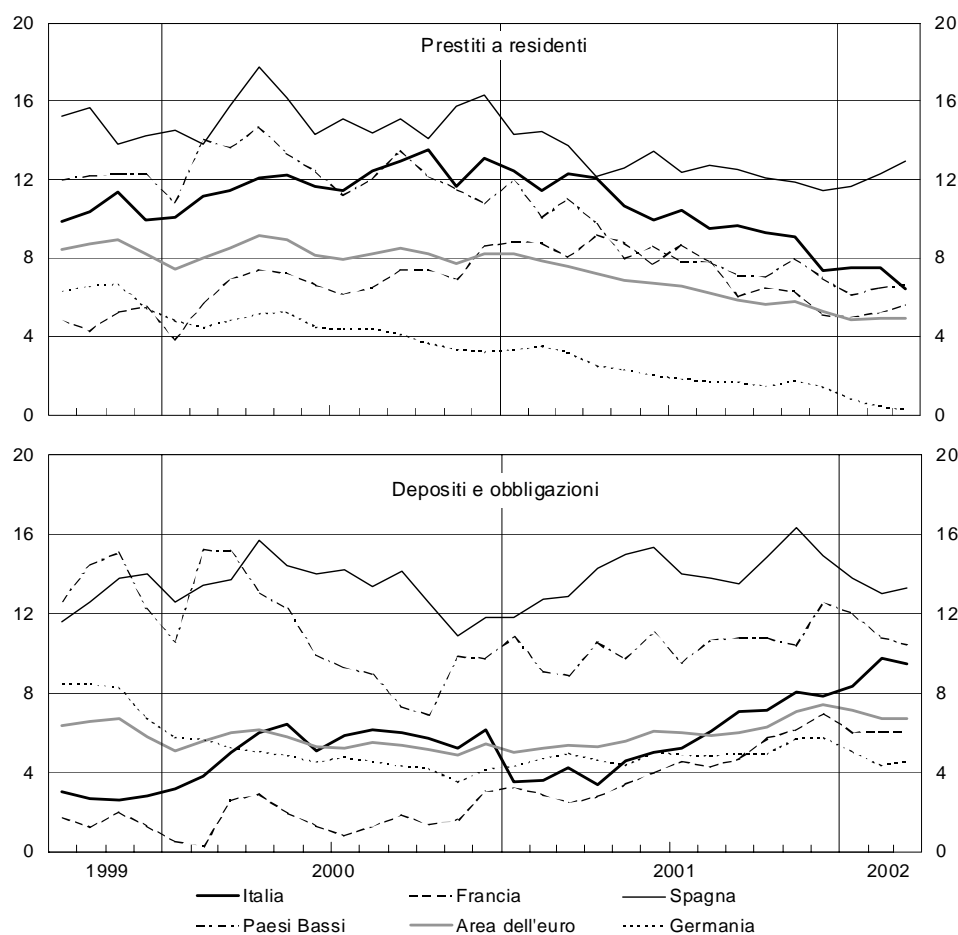
DEPOSITI, OBBLIGAZIONI E PRESTITI BANCARI NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA (1)
(definizioni armonizzate; miliardi di euro e variazioni percentuali sui 12 mesi)

| Periodo | Depositi | | | | | | | | | | Obbligazioni (2) | | Prestiti | |
|---------------------------|---|-----------|-------------------------|-----------|----------------------------|-----------|-----------------------|-----------|------------------|-----------|------------------|-----------|------------------|-----------|
| | di cui: esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali | | | | | | | | | | | | | |
| | Conti correnti | | Con durata prestabilita | | Rimborsabili con preavviso | | Pronti contro termine | | | | | | | |
| | Consi- stenze | Var. % | Consi- stenze | Var. % | Consi- stenze | Var. % | Consi- stenze | Var. % | Consi- stenze | Var. % | Consi- stenze | Var. % | Consi- stenze | Var. % |
| Area dell'euro (3) | | | | | | | | | | | | | | |
| 2000 - mar. ... | 5.197,3 | 4,6 | 1.568,1 | 12,3 | 2.052,7 | 2,6 | 1.312,1 | -0,2 | 177,3 | -0,7 | 2.421,2 | 9,2 | 6.510,1 | 8,5 |
| giu. | 5.229,2 | 3,9 | 1.596,3 | 7,4 | 2.080,9 | 5,4 | 1.291,4 | -2,5 | 167,3 | 0,4 | 2.478,3 | 8,4 | 6.663,8 | 8,1 |
| set. | 5.264,0 | 4,3 | 1.577,2 | 6,7 | 2.129,3 | 6,4 | 1.272,4 | -3,8 | 171,4 | 6,5 | 2.550,4 | 7,7 | 6.779,6 | 8,5 |
| dic. | 5.377,8 | 4,4 | 1.648,9 | 7,2 | 2.159,8 | 5,4 | 1.276,9 | -4,1 | 174,9 | 21,5 | 2.563,3 | 7,8 | 6.909,4 | 8,2 |
| 2001 - mar. ... | 5.519,0 | 3,6 | 1.624,0 | 2,6 | 2.242,6 | 7,0 | 1.322,8 | -3,1 | 225,9 | 15,3 | 2.662,2 | 9,2 | 7.098,1 | 7,6 |
| giu. | 5.625,6 | 4,8 | 1.715,9 | 6,2 | 2.240,7 | 5,3 | 1.330,8 | -0,9 | 224,5 | 21,4 | 2.725,7 | 8,7 | 7.195,7 | 6,7 |
| set. | 5.652,4 | 5,1 | 1.733,7 | 9,1 | 2.237,6 | 3,6 | 1.342,6 | 1,5 | 228,2 | 20,6 | 2.744,6 | 7,9 | 7.223,6 | 5,9 |
| dic. | 5.872,7 | 6,6 | 1.882,3 | 13,0 | 2.261,2 | 2,7 | 1.405,0 | 5,8 | 220,4 | 14,1 | 2.773,3 | 9,1 | 7.340,4 | 5,3 |
| 2002 - mar. ... | 5.855,6 | 6,1 | 1.827,8 | 12,6 | 2.275,4 | 1,5 | 1.420,8 | 7,4 | 230,5 | 2,0 | 2.839,3 | 7,9 | 7.430,1 | 4,9 |
| Italia (4) | | | | | | | | | | | | | | |
| 2000 - mar. ... | 582,5 | 2,4 | 383,4 | 11,6 | 76,1 | -18,9 | 58,6 | -1,2 | 57,2 | -11,4 | 284,4 | 10,7 | 841,2 | 11,5 |
| giu. | 591,3 | 3,0 | 389,5 | 6,6 | 73,6 | -15,6 | 57,5 | -2,8 | 63,5 | 16,5 | 289,2 | 9,5 | 871,0 | 11,7 |
| set. | 582,0 | 3,7 | 384,3 | 8,3 | 69,2 | -17,2 | 56,8 | -5,3 | 64,6 | 17,3 | 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 | 934,3 | 12,3 |
| giu. | 605,6 | 2,6 | 402,2 | 3,3 | 59,6 | -17,3 | 54,0 | -6,0 | 82,5 | 29,8 | 319,9 | 9,9 | 946,4 | 9,9 |
| set. | 608,9 | 5,1 | 408,8 | 6,6 | 56,6 | -15,8 | 54,8 | -3,5 | 82,0 | 26,8 | 327,5 | 10,8 | 951,9 | 9,7 |
| dic. | 643,9 | 6,4 | 446,1 | 9,4 | 57,2 | -11,7 | 57,2 | 0,1 | 76,2 | 11,6 | 334,7 | 10,6 | 980,6 | 7,4 |
| 2002 - mar. ... | 644,0 | 9,0 | 435,2 | 12,6 | 56,4 | -7,5 | 56,8 | 4,4 | 88,4 | 8,3 | 344,8 | 10,3 | 983,8 | 6,4 |

(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) Obbligazioni emesse dalle banche, incluse quelle detenute da non residenti. - (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.

Fig. D12

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



Fonte: elaborazione su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Prestiti e raccolta 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*.

Nel 2000 i debiti bancari delle imprese con esposizione complessiva superiore a 103,3 milioni di euro (200 miliardi di lire) erano aumentati di 33,3 miliardi di euro (38,3 per cento). Dopo un'ulteriore accelerazione nei primi mesi del 2001, essi hanno rallentato, riflettendo in parte rimborsi dovuti sia al maggiore ricorso alle emissioni obbligazionarie da parte di alcune grandi imprese, sia alla riduzione del numero di operazioni di fusione e di acquisizione (cfr. il paragrafo: Il finanziamento e la situazione di liquidità delle imprese). Nell'ultimo biennio circa un quarto dei nuovi finanziamenti alle imprese di questa categoria è stato erogato da filiali di banche estere operanti in Italia (oltre la metà sotto forma di prestiti sindacati).

Alla fine del 2001 i prestiti sindacati concessi dalle banche italiane e dalle loro filiali estere alla clientela residente ammontavano a 57,0 miliardi di euro, l'11 per cento del totale del credito alle imprese. Sebbene in rapida crescita, il mercato in Italia è ancora poco sviluppato rispetto agli altri principali paesi.

**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 manifatturiera | Costruzioni | Servizi | | | | | |
| Variazioni dei prestiti sui 12 mesi (2) | | | | | | | | | | | |
| 2000 giu. | -3,6 | 24,0 | 10,0 | 17,5 | 9,5 | 5,9 | 5,7 | 12,5 | 19,3 | 9,7 | 12,0 |
| dic. | -2,7 | 25,3 | 15,6 | 32,9 | 14,5 | 9,8 | 8,8 | 19,2 | 13,3 | 8,1 | 14,2 |
| 2001 giu. | 0,5 | 15,5 | 12,3 | 7,2 | 12,6 | 7,2 | 7,2 | 17,2 | 10,1 | 5,1 | 10,9 |
| dic. | -5,6 | 10,3 | 8,7 | 8,4 | 8,7 | 4,0 | 6,9 | 11,2 | 9,4 | 3,6 | 7,7 |
| 2002 mar. | -3,9 | 9,6 | 6,2 | 18,3 | 5,4 | 3,4 | 8,2 | 6,9 | 9,2 | 4,6 | 6,2 |
| Variazioni delle sofferenze sui 12 mesi (3) | | | | | | | | | | | |
| 2000 giu. | -44,7 | -15,3 | -8,7 | -19,4 | -8,4 | -1,8 | -10,2 | -10,5 | -10,2 | -7,4 | -8,9 |
| dic. | -6,3 | -12,2 | -16,2 | -44,0 | -15,5 | -8,4 | -21,7 | -14,1 | -9,1 | -12,8 | -13,8 |
| 2001 giu. | 83,6 | -28,4 | -24,1 | -44,6 | -23,6 | -21,9 | -24,7 | -24,5 | -17,6 | -18,4 | -21,7 |
| dic. | -4,6 | -29,8 | -13,5 | -2,3 | -13,7 | -14,2 | -14,4 | -13,3 | -10,5 | -10,0 | -12,7 |
| 2002 mar. | 11,1 | -28,5 | -13,9 | -14,2 | -13,9 | -13,5 | -16,6 | -12,9 | -13,5 | -12,5 | -13,9 |
| Rapporto sofferenze/prestiti complessivi (4) | | | | | | | | | | | |
| 2000 giu. | 0,1 | 0,9 | 7,3 | 2,7 | 7,6 | 5,5 | 17,0 | 6,9 | 7,2 | 16,6 | 6,7 |
| dic. | 0,1 | 0,8 | 6,0 | 1,5 | 6,3 | 4,8 | 14,4 | 5,6 | 6,5 | 14,9 | 5,7 |
| 2001 giu. | 0,1 | 0,6 | 5,0 | 1,4 | 5,2 | 4,1 | 12,6 | 4,6 | 5,4 | 13,4 | 4,8 |
| dic. | 0,1 | 0,5 | 4,8 | 1,4 | 5,0 | 4,0 | 11,9 | 4,4 | 5,4 | 13,2 | 4,7 |
| 2002 mar. | 0,1 | 0,5 | 4,8 | 1,3 | 5,1 | 4,1 | 11,4 | 4,5 | 5,3 | 12,7 | 4,7 |
| Tassi d'interesse sui prestiti a breve termine (5) | | | | | | | | | | | |
| 2000 giu. | 6,46 | 4,21 | 6,30 | 4,49 | 6,42 | 6,12 | 7,66 | 6,66 | 7,62 | 8,50 | 6,10 |
| dic. | 5,46 | 5,12 | 7,00 | 5,21 | 7,14 | 6,84 | 8,44 | 7,36 | 8,36 | 9,33 | 6,68 |
| 2001 giu. | 5,31 | 5,08 | 7,10 | 5,47 | 7,18 | 6,87 | 8,46 | 7,39 | 8,43 | 9,76 | 6,83 |
| dic. | 4,88 | 4,44 | 6,47 | 5,09 | 6,57 | 6,38 | 7,77 | 6,69 | 7,73 | 9,34 | 6,11 |
| Tassi d'interesse sui prestiti a medio e a lungo termine (5) (6) | | | | | | | | | | | |
| 2000 giu. | 5,43 | 4,71 | 4,53 | 1,88 | 5,11 | 4,99 | 5,56 | 5,06 | 5,29 | 5,74 | 4,73 |
| dic. | 5,67 | 5,46 | 5,72 | 4,91 | 5,80 | 5,66 | 6,13 | 5,75 | 6,23 | 6,48 | 5,85 |
| 2001 giu. | 5,38 | 3,90 | 5,86 | 4,98 | 5,90 | 5,81 | 6,09 | 5,89 | 5,86 | 6,14 | 5,51 |
| dic. | 5,84 | 4,62 | 5,17 | 4,18 | 5,23 | 5,04 | 5,39 | 5,32 | 5,27 | 5,56 | 5,09 |

(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, variazioni del cambio e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. - (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) Dati medi del trimestre terminante nel mese indicato. Fonte: Centrale dei rischi. - (6) Tassi praticati sulle erogazioni, escluse le operazioni a tasso agevolato.

Secondo i dati diffusi da società specializzate relativamente alle operazioni di cui sono rese pubbliche le condizioni, nel 2001 il valore complessivo dei nuovi prestiti sindacati accordati a imprese italiane è stato pari a 31 miliardi di euro, l'1,7 per cento del totale mondiale (5 miliardi e 0,6 per cento nel 1995). Le banche italiane hanno organizzato in qualità di capofila operazioni per 24 miliardi di euro, l'1,3 per cento del totale (2 miliardi e 0,2 per cento nel 1995). Tra gli altri principali paesi, il mercato è particolarmente sviluppato negli Stati Uniti, dove le imprese residenti hanno ricevuto il 60,4 per cento dei prestiti sindacati complessivamente accordati nel mondo; la quota è del 9,0 per cento nel Regno Unito.

La maggior parte dei prestiti sindacati è volta a coprire esigenze di liquidità delle imprese, spesso a carattere straordinario; circa un quarto del credito accordato a livello mondiale tra il 1990 e il 2001 ha riguardato operazioni di rifinanziamento di passività finanziarie in scadenza. Il differenziale tra il tasso d'interesse applicato ai prestiti sindacati e quello LIBOR è mediamente più elevato per i finanziamenti relativi a operazioni di leveraged buy-out e a ristrutturazioni di debiti scaduti; è inferiore per quelli utilizzati a copertura di emissioni di titoli di debito a breve termine. Stime econometriche indicano che, sottoscrivendo una quota più elevata del finanziamento, le banche capofila forniscono implicitamente una valutazione positiva sulla solidità finanziaria dei debitori di minore dimensione e ottengono per essi tassi d'interesse inferiori a quelli medi.

I prestiti all'industria manifatturiera sono cresciuti in misura molto contenuta (4,0 per cento; 9,8 nel 2000), sia per le difficoltà congiunturali del comparto, sia per la ristrutturazione finanziaria di alcuni grandi gruppi, che hanno ridotto l'indebitamento bancario utilizzando i fondi raccolti attraverso aumenti di capitale ed emissioni di obbligazioni. Il rallentamento dei finanziamenti al settore dei servizi (dal 19,2 all'11,2 per cento) è in larga parte riconducibile alla diminuzione dei prestiti alle imprese delle telecomunicazioni.

Nel 2001 i crediti ceduti alle banche attraverso operazioni di factoring sono aumentati del 32,1 per cento (tav. D12); quelli ceduti alle società finanziarie vigilate dalla Banca d'Italia del 12,9 per cento. La quota di mercato delle banche in questo segmento di attività rimane tuttavia modesta (8,3 per cento). I finanziamenti bancari concessi mediante operazioni di leasing hanno registrato un rallentamento, dal 21,9 al 5,3 per cento, in larga parte per effetto di operazioni di cartolarizzazione; quelli delle società finanziarie hanno anch'essi decelerato, ma in misura contenuta (dal 22,8 al 18,6 per cento).

I prestiti bancari alle famiglie hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto (9,4 per cento, contro 13,3 nel 2000), sia nella componente destinata a finanziare l'acquisto di abitazioni, sia in quella del credito al consumo. Alla fine del 2001 i mutui concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ammontavano a 102,2 miliardi di euro, pari al 10,4 per cento del totale del credito bancario (tav. D13).

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

| Voci | Variazioni | | | Consistenze 2001 (2) | Quote sul totale |
|--|------------|------|----------|-------------------------|---------------------|
| | 1999 | 2000 | 2001 (2) | | |
| Leasing | | | | | |
| Totale crediti | 22,8 | 22,7 | 15,8 | 53.724 | 100,0 |
| Società finanziarie | 22,0 | 22,8 | 18,6 | 43.614 | 81,2 |
| Banche | 26,2 | 21,9 | 5,3 | 10.109 | 18,8 |
| Factoring | | | | | |
| Totale crediti | 19,9 | 17,1 | 14,2 | 38.495 | 100,0 |
| Società finanziarie | 19,5 | 17,3 | 12,9 | 35.285 | 91,7 |
| di cui: <i>pro soluto</i> | 18,3 | 35,2 | 17,1 | 15.150 | 39,4 |
| Banche | 25,5 | 14,8 | 32,1 | 3.210 | 8,3 |
| Credito al consumo | | | | | |
| Totale crediti | 18,8 | 14,9 | 10,4 | 41.181 | 100,0 |
| di cui: <i>carte di credito</i> | 26,0 | 26,3 | 18,2 | 4.621 | 11,2 |
| Società finanziarie | 25,9 | 14,2 | 6,4 | 17.470 | 42,4 |
| di cui: <i>carte di credito</i> | 24,9 | 27,6 | 14,8 | 3.203 | 7,8 |
| di cui: <i>per l'acquisto di veicoli</i> | 22,9 | 7,5 | 3,7 | 10.784 | 26,2 |
| Banche | 13,4 | 15,4 | 14,6 | 23.711 | 57,6 |
| di cui: <i>carte di credito</i> | 28,0 | 22,8 | 26,9 | 1.418 | 3,4 |

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

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

Nell'ultimo triennio il basso livello dei tassi di interesse ha favorito la crescita dell'indebitamento delle famiglie per l'acquisto di abitazioni; tra il 1998 e il 2001 le erogazioni di nuovi mutui sono aumentate di oltre il 70 per cento. Nell'ultimo anno esse sono cresciute del 2,4 per cento; tassi di crescita particolarmente elevati si sono registrati nelle aree metropolitane di Bologna (19,7 per cento) e Roma (16,1).

Il credito al consumo concesso dalle banche ha continuato a crescere a ritmi sostenuti (14,6 per cento; 15,4 nel 2000), anche per la forte espansione dei finanziamenti a fronte dell'utilizzo di carte di credito. I prestiti concessi dalle società finanziarie hanno invece registrato un rallentamento (dal 14,2 al 6,4 per cento), in parte ascrivibile alle difficoltà del mercato automobilistico.

Nella seconda metà degli anni novanta le principali società finanziarie specializzate nel credito al consumo si sono trasformate in banche, anche per accedere a forme di raccolta meno onerose (cfr. il paragrafo della sezione E: Le società finanziarie); a tre di queste, costi-

tuite tra il 1998 e il 2001, fa capo circa un quarto del totale del credito al consumo concesso dal sistema bancario italiano. Escludendo le banche nate negli ultimi quattro anni dalla trasformazione di società finanziarie specializzate, la quota del credito al consumo concesso dal sistema bancario scenderebbe dal 57,6 al 42,8 per cento.

Secondo i risultati di un'indagine recentemente condotta dall'ABI e dall'Assofin presso 80 intermediari, 27 dei quali specializzati nel credito al consumo, i prestiti finalizzati all'acquisto di uno specifico bene vengono generalmente proposti direttamente dagli esercenti convenzionati; i prestiti personali e le carte di credito vengono invece offerti dalle banche o dalle società finanziarie. La concessione del finanziamento è assai rapida: in circa il 40 per cento dei casi si conclude al primo contatto con il cliente. La maggior parte degli intermediari utilizza procedure statistiche automatizzate per valutare il grado di rischiosità dei potenziali clienti.

Tav. D13

**STRUTTURA PER SCADENZA DEI 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 | 2000 | | | | 2001 | | | |
|---|-----------------------------|----------------|--------------|-------------|-----------------------------|----------------|--------------|-------------|
| | Quote sul totale della voce | | | Consistenze | Quote sul totale della voce | | | Consistenze |
| | 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 | 36,05 | 15,99 | 47,96 | 2.685.015 | 35,51 | 16,84 | 47,65 | 2.905.063 |
| Famiglie (2) | 9,08 | 11,18 | 79,74 | 2.940.720 | 8,67 | 10,78 | 80,56 | 3.107.998 |
| di cui: | | | | | | | | |
| <i>credito al consumo</i> | 20,50 | 34,74 | 44,76 | 475.661 | 20,34 | 34,37 | 45,29 | 500.469 |
| <i>mutui per acquisto di abitazioni</i> | 1,18 | 3,33 | 95,49 | 1.876.715 | 1,13 | 3,02 | 95,85 | 2.015.182 |
| Italia | | | | | | | | |
| Imprese non finanziarie | 52,34 | 20,54 | 27,12 | 481.110 | 51,97 | 20,16 | 27,87 | 515.218 |
| Famiglie (2) | 19,84 | 23,35 | 56,81 | 238.571 | 18,78 | 22,14 | 59,08 | 251.964 |
| di cui: | | | | | | | | |
| <i>credito al consumo</i> | 26,41 | 52,59 | 21,01 | 20.000 | 23,95 | 51,75 | 24,29 | 23.861 |
| <i>mutui per acquisto di abitazioni</i> | 0,36 | 2,50 | 97,14 | 96.963 | 0,36 | 2,11 | 97,53 | 102.230 |

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

I prestiti delle banche hanno decelerato in misura maggiore al Nord, dove nel 2000 era stata particolarmente intensa l'espansione dei finanziamenti alle imprese, in larga parte connessi con operazioni di ristrutturazione aziendale (tav. D14). Nel Mezzogiorno il rallentamento è stato in media inferiore, anche se accentuato nel comparto dell'industria (dal 12,3 al 4,1 per cento). Nelle regioni del Centro il credito ha invece accelerato, dal 7,8 al 9,0 per cento, soprattutto per effetto di alcune operazioni di elevato ammontare a favore di società finanziarie.

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

(dati di fine periodo; valori percentuali; milioni di euro)

| Periodi | Ammini- strazioni pubbliche | Società finanziarie e assicu- rative | Imprese | | | | | | Famiglie | | Totale |
|---|-----------------------------------|---|---------------------------------------|----------------------------------|------------------|---------|---------------------|------------------------|----------|--------|---------|
| | | | Finanziarie di parteci- pazione | Società non finanziarie | | | Consumi- matrici | Imprese individuali | | | |
| | | | | Industria manifattu- riera | Costru- zioni | Servizi | | | | | |
| Variazioni dei prestiti sui 12 mesi (2) | | | | | | | | | | | |
| 2000 | | | | | | | | | | | |
| Nord | 10,3 | 31,4 | 17,1 | 47,7 | 14,9 | 9,6 | 13,8 | 22,2 | 15,5 | 9,3 | 18,0 |
| Centro | -8,2 | 15,3 | 13,9 | -15,1 | 15,8 | 13,2 | 4,4 | 16,1 | 10,2 | 7,5 | 7,8 |
| Mezzogiorno | 9,8 | -16,4 | 9,7 | -21,8 | 9,9 | 12,3 | 1,4 | 11,5 | 11,3 | 5,6 | 8,4 |
| 2001 | | | | | | | | | | | |
| Nord | 1,3 | 7,8 | 8,2 | 8,9 | 8,1 | 3,7 | 9,1 | 9,5 | 8,9 | 2,2 | 7,7 |
| Centro | -8,8 | 27,2 | 12,3 | 4,3 | 12,6 | 4,7 | 6,5 | 19,0 | 11,3 | 8,8 | 9,0 |
| Mezzogiorno | -0,9 | -11,4 | 5,2 | 27,2 | 5,1 | 4,1 | 1,3 | 7,4 | 8,6 | 2,9 | 5,1 |
| Variazioni delle sofferenze sui 12 mesi (3) | | | | | | | | | | | |
| 2000 | | | | | | | | | | | |
| Nord | -42,5 | -11,6 | -10,7 | -42,6 | -9,3 | -3,3 | -14,7 | -11,4 | -0,3 | -5,1 | -8,0 |
| Centro | 64,8 | -10,9 | -12,3 | -39,8 | -11,7 | -7,1 | -13,5 | -9,0 | -4,2 | -9,8 | -10,3 |
| Mezzogiorno | -11,9 | -15,4 | -24,3 | -54,7 | -24,0 | -17,5 | -31,0 | -21,9 | -16,3 | -17,2 | -20,6 |
| 2001 | | | | | | | | | | | |
| Nord | 19,0 | -40,8 | -16,6 | -3,6 | -16,9 | -18,6 | -25,9 | -11,8 | -6,8 | -7,9 | -13,8 |
| Centro | 62,1 | -23,6 | -16,2 | 23,0 | -16,8 | -10,7 | -18,1 | -22,7 | -16,5 | -20,9 | -16,9 |
| Mezzogiorno | -15,8 | -15,9 | -7,7 | -44,5 | -7,4 | -9,4 | -8,4 | -6,1 | -9,8 | -7,4 | -8,2 |
| Rapporto sofferenze/prestiti complessivi (4) | | | | | | | | | | | |
| 2000 | | | | | | | | | | | |
| Nord | 0,0 | 0,4 | 3,3 | 1,1 | 3,5 | 3,2 | 6,6 | 3,3 | 3,7 | 7,7 | 3,1 |
| Centro | 0,0 | 1,5 | 8,4 | 2,8 | 8,7 | 7,3 | 18,8 | 7,6 | 6,7 | 14,7 | 6,3 |
| Mezzogiorno | 1,0 | 3,5 | 16,4 | 22,1 | 16,4 | 12,3 | 29,0 | 14,4 | 12,9 | 29,6 | 15,8 |
| 2001 | | | | | | | | | | | |
| Nord | 0,0 | 0,2 | 2,6 | 1,0 | 2,7 | 2,5 | 4,6 | 2,7 | 3,2 | 7,0 | 2,5 |
| Centro | 0,0 | 0,9 | 6,4 | 3,2 | 6,5 | 6,3 | 15,1 | 5,0 | 5,1 | 11,1 | 4,8 |
| Mezzogiorno | 0,8 | 3,3 | 14,7 | 11,0 | 14,7 | 10,9 | 27,0 | 12,8 | 10,9 | 27,4 | 14,0 |
| Consistenze dei prestiti | | | | | | | | | | | |
| 2001 | | | | | | | | | | | |
| Nord | 14.940 | 85.277 | 355.006 | 30.058 | 324.948 | 129.411 | 30.121 | 141.513 | 102.229 | 30.967 | 588.419 |
| Centro | 37.104 | 22.375 | 108.803 | 4.768 | 104.036 | 30.183 | 13.754 | 44.822 | 43.889 | 10.515 | 222.686 |
| Mezzogiorno | 5.913 | 3.858 | 53.665 | 306 | 53.359 | 16.751 | 8.039 | 22.915 | 39.334 | 11.890 | 114.660 |
| Italia | 57.957 | 111.510 | 517.474 | 35.131 | 482.342 | 176.345 | 51.913 | 209.249 | 185.452 | 53.372 | 925.765 |

(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, variazioni del cambio e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. - (3) Non depurate dagli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. - (4) Nel calcolo del rapporto il denominatore comprende anche i prestiti in sofferenza.

L'espansione del credito è stata più rapida per le banche di minore dimensione. Secondo la nuova classificazione dimensionale della Banca d'Italia (cfr. nel *Glossario* la voce: Banche), la quota dei prestiti delle banche "maggiori" e "grandi" (quelle con fondi intermediati superiori a 20 miliardi di euro alla fine del 2001) è scesa nell'anno di due punti percentuali, al 51 per cento; quella delle banche "piccole" e "minori" (con fondi intermediati inferiori a 7 miliardi) è cresciuta di due punti, al 27 per cento (tav. aD15).

Il processo di aggregazione che ha interessato il sistema bancario italiano a partire dalla metà degli anni novanta non ha comportato una riduzione del peso delle banche di minore dimensione, sia perché la crescente specializzazione all'interno dei gruppi bancari ha favorito l'espansione degli intermediari più piccoli, sia per la costituzione di nuovi enti creditizi (nel periodo sono state costituite in Italia 135 nuove banche). La quota dei prestiti delle banche "maggiori" e "grandi" è diminuita dalla fine del 1995 di sette punti percentuali; quella delle banche "piccole" e "minori" è cresciuta di tre. Anche le banche di credito cooperativo hanno aumentato la loro quota, dal 4 al 5 per cento.

Le condizioni dell'offerta di credito si sono mantenute generalmente distese. Il differenziale tra il tasso medio e il tasso minimo sui prestiti a breve termine si è ampliato nel corso del 2001 di 15 centesimi, a 2,3 punti percentuali, un valore comunque inferiore a quello prevalente fino a luglio del 2000. Il grado di utilizzo delle linee di finanziamento in conto corrente, che aveva toccato l'anno precedente un livello assai basso, ha registrato un aumento molto contenuto (dal 42,5 al 43,0 per cento nella media dell'anno). La quota dei finanziamenti assistiti da garanzie è lievemente diminuita.

Nel 2001 le banche hanno ceduto crediti per 21,3 miliardi di euro, il 2,3 per cento dei prestiti in essere alla fine dell'anno precedente, prevalentemente attraverso operazioni di cartolarizzazione. Nel 2000 le cessioni erano state pari a 16,3 miliardi (11,0 nel 1999).

I crediti in sofferenza sono diminuiti del 12,7 per cento; alla fine dell'anno sono scesi al 4,7 per cento dei prestiti, il valore più basso dal 1983 (5,7 nel dicembre 2000). Il calo riflette cessioni di crediti inesigibili per 9,3 miliardi di euro. L'importo dei nuovi crediti iscritti a sofferenza nel 2001 (secondo la definizione più ampia di sofferenze rettificcate; cfr. nell'Appendice la sezione *Glossario*) è stato assai contenuto, pari allo 0,9 per cento dei prestiti vivi all'inizio dell'anno (1,0 per cento l'anno precedente).

Le nuove sofferenze sono lievemente diminuite nelle regioni del Centro Nord, dove sono pari allo 0,8 per cento dei prestiti, mentre sono rimaste stabili nel Mezzogiorno (all'1,8 per cento dei prestiti). A livello settoriale, l'incidenza delle nuove sofferenze è diminuita per

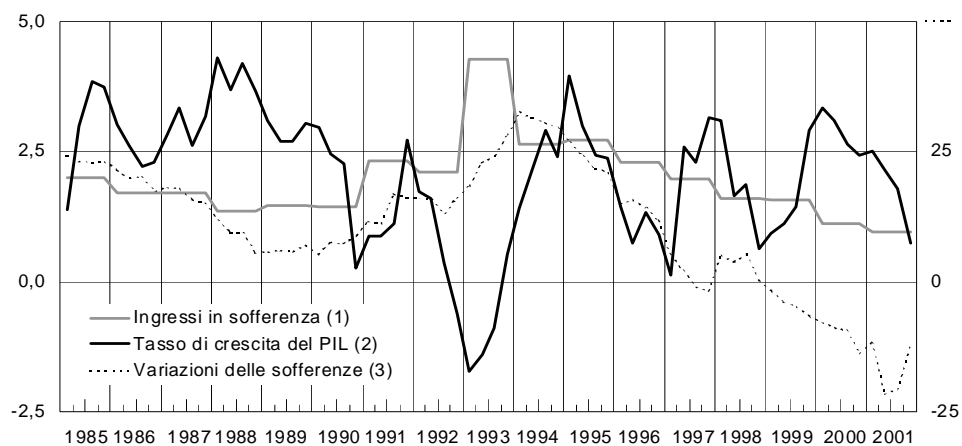
le imprese e le famiglie produttrici (dall'1,2 all'1,0 per cento); è rimasta sostanzialmente stabile per le famiglie consumatrici (0,8 per cento).

L'esposizione delle banche verso clienti in temporanea difficoltà (le cosiddette partite incagliate) è cresciuta del 2,0 per cento (-1,0 per cento nel 2000). L'aumento è da imputarsi principalmente ai crediti alle imprese finanziarie e alle famiglie consumatrici; le partite incagliate riguardanti le imprese non finanziarie e le famiglie produttrici sono invece leggermente diminuite.

Al rallentamento dell'attività economica non si è associato un rapido deterioramento della qualità del credito principalmente per due ragioni. In primo luogo, la durata e l'ampiezza dell'oscillazione ciclica sono state relativamente contenute (cfr. il paragrafo della sezione B: La crescita dell'attività economica in Italia). In passato cospicui aumenti delle sofferenze si sono registrati in occasione di prolungati periodi di debolezza congiunturale (come quello tra il 1980 e il 1983) oppure di forti cali del prodotto (come nel periodo 1992-93; fig. D13). In secondo luogo, all'inizio del rallentamento la situazione finanziaria delle imprese era più solida rispetto al passato. Il grado di indebitamento delle società censite dalla Centrale dei bilanci, misurato dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma di questi ultimi e il patrimonio netto, nel 1992 era pari al 60,1 per cento, superiore di oltre dieci punti percentuali al valore registrato nel 2000 (cfr. il paragrafo: Il finanziamento e la situazione di liquidità delle imprese). Nel complesso, il rallentamento dell'attività economica non ha determinato nel 2001 un aumento del tasso di mortalità delle imprese, rimasto stabile sui valori registrati nel biennio precedente (5,6 per cento secondo i dati del Registro delle imprese).

Fig. D13

PRESTITI IN SOFFERENZA DELLE BANCHE ITALIANE (valori e variazioni percentuali)



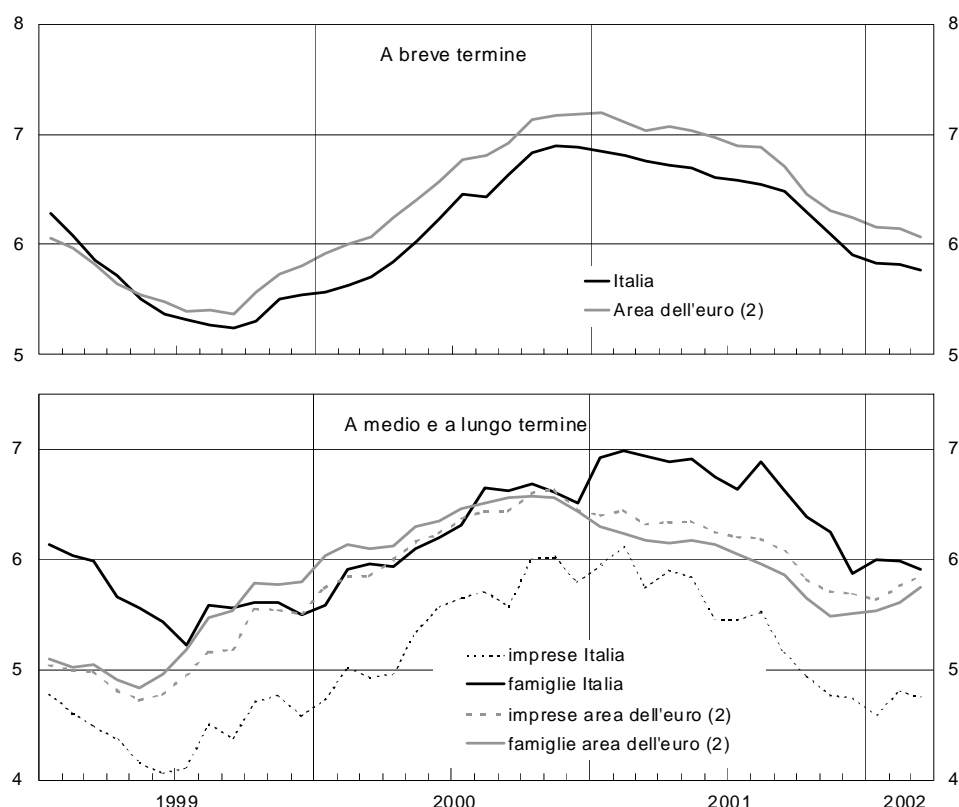
Fonte: Centrale dei rischi, segnalazioni statistiche di vigilanza e Istat, Conti nazionali.

(1) In rapporto alle consistenze dei prestiti non in sofferenza in essere alla fine dell'anno precedente. Dati annuali. Scala di sinistra. Per la definizione della serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) A prezzi costanti sul trimestre corrispondente dell'anno precedente. Scala di sinistra. - (3) Sul trimestre corrispondente dell'anno precedente, non depurate dagli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. Scala di destra.

L'adeguamento dei tassi bancari attivi alle variazioni dei rendimenti del mercato monetario è risultato in linea con l'esperienza passata. I tassi sui prestiti a breve termine sono scesi nel 2001 di un punto percentuale, al 5,9 per cento, una diminuzione analoga a quella dell'area dell'euro (fig. D14).

Fig. D14

TASSI BANCARI ATTIVI IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO (1)
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: statistiche decedali 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, pertanto, forniscono indicazioni sull'andamento piuttosto che sul livello relativo dei tassi.

I tassi d'interesse sui prestiti a medio e a lungo termine sono diminuiti di 1,1 punti percentuali per le imprese e di 0,6 punti per le famiglie (rispettivamente al 4,7 e al 5,9 per cento). Nell'area dell'euro la riduzione è stata leggermente inferiore per i tassi praticati alle imprese (0,8 per cento) e superiore per le famiglie (0,9 per cento).

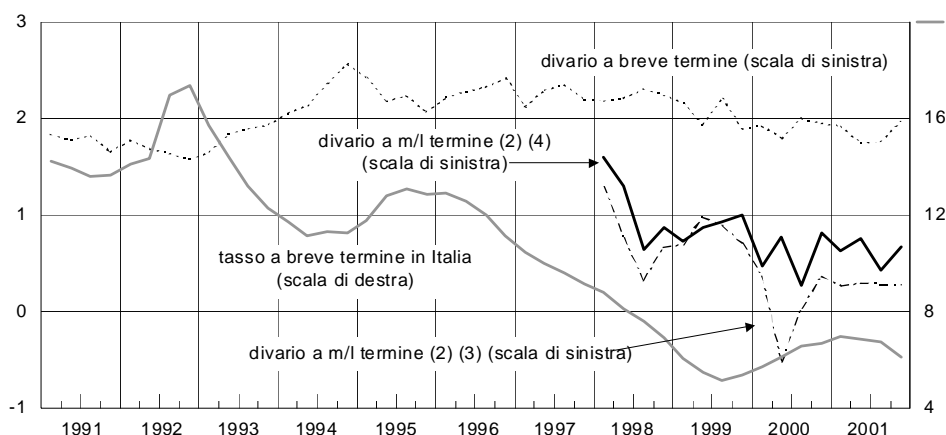
In Italia i tassi d'interesse a medio e a lungo termine applicati sui prestiti alle famiglie vengono rilevati per un aggregato che include i mutui e il credito al consumo con scadenza superiore ai 18 mesi, al quale vengono praticate condizioni in media più onerose. Negli altri paesi dell'area le rilevazioni si riferiscono invece soltanto ai tassi sui prestiti per l'acquisto

di abitazioni. Un paragone con dati più omogenei può essere fatto ricorrendo per l'Italia ai dati rilevati trimestralmente dalla Centrale dei rischi. Utilizzando questa fonte, per i tassi d'interesse sui prestiti concessi alle famiglie per importi superiori ai 77.500 euro, che si riferiscono principalmente a mutui, si registra nell'anno un calo di 0,9 punti (dal 6,2 al 5,3 per cento), come per il resto dell'area.

Il differenziale tra i tassi nel Mezzogiorno e al Centro Nord nella media dell'anno è rimasto sostanzialmente stabile, a 1,8 punti percentuali per i prestiti a breve termine e a 0,3 punti percentuali per quelli a medio e a lungo termine (0,6 escludendo i prestiti agevolati; fig. D15).

Fig. D15

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



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) 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.

I tassi d'interesse sulle operazioni di leasing, factoring e credito al consumo hanno registrato una riduzione generalmente inferiore a quella dei tassi bancari attivi.

La media aritmetica dei tassi d'interesse sul credito al consumo erogato da banche e società finanziarie ha avuto un andamento assai differenziato a seconda delle classi dimensionali di affidamento. Per i prestiti di ammontare inferiore a 1.291 euro (2,5 milioni di lire), nel corso del 2001 si è registrata una riduzione di 1,7 punti percentuali, al 21,1 per cento; per quelli di valore compreso tra 1.291 e 5.165 euro (2,5 e 10 milioni di lire), una sostanziale stabilità, al 15,8 per cento; per quelli di importo superiore, un aumento di 0,4 punti, al 12,0 per cento.

La raccolta sull'interno

Nel 2001 la raccolta sull'interno delle banche italiane è aumentata del 7,8 per cento (6,1 nel 2000; tav. D9). I depositi in conto corrente, che avevano

registrato un andamento assai moderato nella prima parte dell'anno, hanno progressivamente accelerato, soprattutto dopo gli attentati terroristici negli Stati Uniti; nei dodici mesi terminanti a dicembre sono cresciuti del 9,4 per cento (6,0 nel 2000). La raccolta effettuata mediante cessioni temporanee di titoli è aumentata dell'11,6 per cento (35,7 nel 2000). I depositi totali sono cresciuti del 6,4 per cento (4,0 nel 2000). Nel primo trimestre del 2002 i depositi in conto corrente hanno registrato un'ulteriore accelerazione, anche per effetto del trasferimento di fondi dall'estero in connessione con il provvedimento governativo volto a facilitare il rimpatrio dei capitali (cfr. il capitolo della sezione B: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero*).

Stime econometriche indicano che la crescita del PIL e la riduzione dei differenziali tra il tasso d'interesse sui conti correnti e i rendimenti dei BOT e dei BTP contribuiscono a spiegare metà dell'espansione dei depositi in conto corrente. Nel 2001 il calo dei corsi azionari e una maggiore incertezza possono avere indotto i risparmiatori ad aumentare ulteriormente la quota delle attività liquide nei loro portafogli. Questa ipotesi è avvalorata dall'accelerazione, dal 9,1 al 18,1 per cento, dei depositi di importo superiore a 50.000 euro detenuti dalle famiglie (circa un terzo del totale) e dalla parallela riduzione, di oltre il 10 per cento, dei titoli meno liquidi depositati presso le banche in conti con una giacenza superiore ai 250.000 euro (pari a circa il 40 per cento del totale).

Anche nel 2001 la crescita delle obbligazioni emesse dalle banche si è mantenuta elevata (10,6 per cento, come nel 2000). I titoli collocati sul mercato interno hanno rappresentato l'87,3 per cento del totale, cinque punti percentuali in più rispetto all'anno precedente. L'ampliarsi dei premi al rischio richiesti sui mercati obbligazionari internazionali per i titoli di banche e di società finanziarie si è riflesso nei primi nove mesi dell'anno in una riduzione di circa un terzo dei collocamenti effettuati dagli intermediari italiani sull'euromercato; il volume dei collocamenti è tornato ad aumentare soltanto nell'ultimo trimestre.

Le obbligazioni con vincolo di subordinazione sono cresciute del 30,0 per cento. Circa un quarto del valore delle emissioni sull'euromercato degli ultimi tre anni ha interessato titoli subordinati.

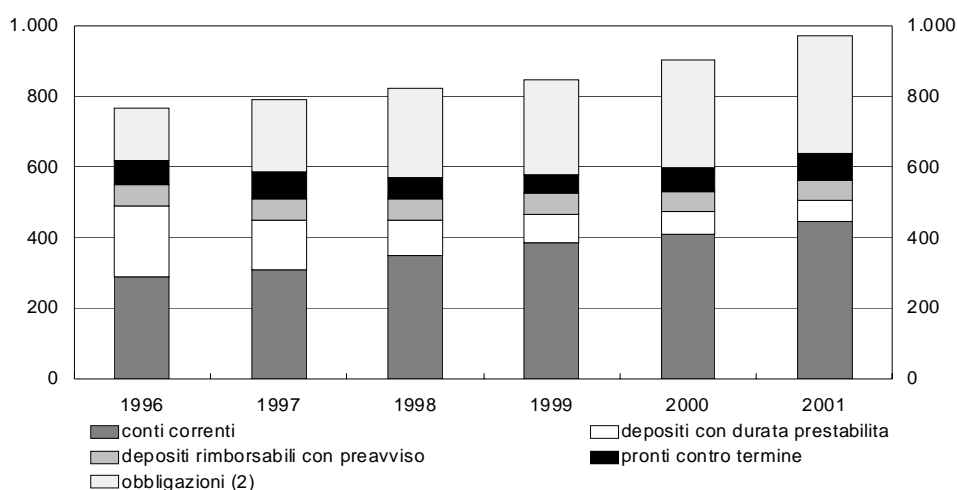
Anche per effetto della crescita delle emissioni di titoli subordinati, la quota delle obbligazioni sul totale della raccolta bancaria in Italia è aumentata negli ultimi tre anni di circa quattro punti percentuali, al 34,2 per cento (fig. D16). La crescita è stata più intensa per le banche "maggiori" (dal 28,4 al 35,1) e per quelle "medie" (dal 36,2 al 39,8 per cento). Alla fine del 2001 i titoli subordinati costituivano il 4,3 per cento del totale della raccolta bancaria in Italia; il 6,5 per cento per le banche "maggiori" e "grandi", il 2,4 per quelle "medie" e l'1,5 per quelle "piccole" e "minori".

I titoli con vincolo di subordinazione, oltre a contribuire alla raccolta complessiva delle banche, concorrono a formare il patrimonio utile ai fini del rispetto dei requisiti di vigilanza, consentendo un rapido adeguamento delle risorse patrimoniali e rendendo meno stringenti i vincoli all'espansione dei prestiti.

Stime econometriche condotte su un campione di oltre 550 banche italiane tra il 1992 e il 2001 indicano che il capitale che eccede i requisiti patrimoniali minimi costituisce un importante fattore per attenuare gli effetti dei mutamenti delle condizioni esterne sull'offerta di credito bancario. La raccolta delle banche più capitalizzate risente in misura minore degli effetti di variazioni delle condizioni monetarie, poiché questi intermediari incontrano minori difficoltà nell'emettere titoli di debito negoziabili. Meno marcati risultano anche gli effetti di una contrazione del PIL sul volume dei prestiti concessi dalle banche più capitalizzate, che appaiono maggiormente in grado di assorbire le temporanee difficoltà degli affdati e di preservare le relazioni di credito.

Fig. D16

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



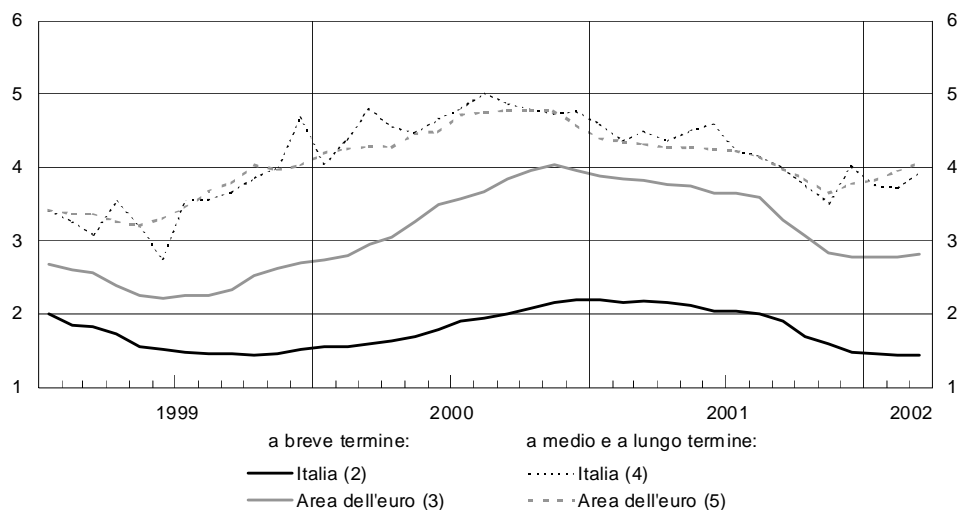
(1) Esclusi i depositi delle Amministrazioni pubbliche centrali. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. - (2) Inclusive le obbligazioni detenute da non residenti.

I tassi d'interesse passivi a breve termine sono scesi, seguendo le mutate condizioni del mercato monetario. Il tasso sui conti correnti è diminuito nell'anno di 0,7 punti percentuali, all'1,4 per cento (fig. D17). Il divario negativo con il rendimento dei BOT, tenuto conto del diverso trattamento fiscale, si è ridotto di 0,9 punti percentuali, a 1,7 punti.

Nell'ultimo triennio la riduzione dei rendimenti corrisposti sui depositi registrata in seguito all'abbassamento dei tassi d'interesse ufficiali è stata meno ampia del passato. L'andamento riflette, almeno in parte, i livelli storicamente assai contenuti raggiunti dai tassi per alcune categorie di clientela. Per i depositi delle famiglie di ammontare compreso tra 10.329 e 25.823 euro (20 e 50 milioni di lire) la riduzione nel 2001 è stata di 0,6 punti percentuali, allo 0,8 per cento.

Fig. D17

**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.

Nell'area dell'euro i tassi sui depositi con durata prestabilita inferiore all'anno sono diminuiti di 1,2 punti percentuali.

In Italia il rendimento corrisposto sulle emissioni di obbligazioni bancarie a tasso fisso, caratterizzato da una elevata variabilità mensile, si è ridotto nel 2001 di 0,7 punti percentuali, al 4,0 per cento; il differenziale rispetto alla remunerazione dei BTP quinquennali è cresciuto, al netto della ritenuta fiscale, da 0,2 a 0,4 punti percentuali. Nell'area dell'euro i tassi sui depositi con durata prestabilita superiore a due anni sono scesi di 0,8 punti percentuali (fig. D17).

Nel 2001 la vita media residua del passivo delle banche è aumentata da 23,4 a 25,7 mesi, quella dell'attivo è passata da 29,8 a 30,6 mesi. Se per gli strumenti indicizzati si fa riferimento al tempo che intercorre tra le revisioni dei rendimenti, piuttosto che alla vita residua, la durata media del passivo è aumentata da 11,7 a 12,0 mesi; quella dell'attivo si è leggermente ridotta, da 13,8 a 13,6 mesi.

Le altre voci di bilancio: il portafoglio titoli e la posizione netta sull'estero

Nel 2001 il valore dei titoli di proprietà delle banche è diminuito di 8,4 miliardi di euro (l'11,7 per cento, escludendo gli effetti dovuti alle variazioni

dei corsi). La quota dei titoli di Stato è scesa di 3,9 punti percentuali, al 68,7 per cento. Oltre il 5 per cento del portafoglio delle banche è costituito da titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione; il loro valore complessivo è di 9,8 miliardi di euro, quasi il triplo rispetto a un anno prima.

I titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione sono normalmente raggruppati in classi, a seconda dell'ordine con il quale vengono rimborsati; quelli appartenenti all'ultima classe, per i quali la probabilità di una completa restituzione è meno elevata, vengono normalmente sottoscritti dalla stessa banca le cui attività sono oggetto dell'operazione di cartolarizzazione. Alla fine del 2001, delle 139 banche che detenevano titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, 59 possedevano titoli che avevano come attività sottostanti prestiti propri, per un valore complessivo di 4,4 miliardi di euro; 34 banche detenevano titoli a fronte di prestiti propri in sofferenza, per un valore di 3,4 miliardi di euro. Per le banche che possedevano titoli emessi a fronte di propri prestiti, questi rappresentavano in media il 76,7 per cento del totale dei titoli provenienti da cartolarizzazioni detenuti in portafoglio.

Il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli) e l'aggregato che le comprende assieme ai prestiti è diminuito per il terzo anno consecutivo, dal 18,1 al 16,9 per cento, 4,8 punti in meno rispetto a quello medio delle banche dell'area dell'euro.

Il grado di liquidità dei titoli nel portafoglio delle banche non è uniforme tra i principali paesi dell'area dell'euro. Le banche tedesche, ad esempio, detengono ammontari elevati di titoli emessi da imprese private di medie e piccole dimensioni, che non sono scambiati sui mercati regolamentati. In alcuni paesi, inoltre, larga parte dei titoli nel portafoglio delle banche non è immediatamente disponibile perché impegnata in operazioni di raccolta pronti contro termine. Il rapporto tra titoli pubblici non impegnati a termine e l'aggregato che li comprende assieme ai finanziamenti (incluse le obbligazioni del settore privato), che risente meno di altri indicatori del diverso grado di liquidità delle attività in portafoglio, era pari alla fine del 2001 al 12 per cento in Francia, al 7 in Germania, al 5 in Italia e al 4 in Spagna.

La forte riduzione dei titoli di proprietà delle banche italiane negli ultimi anni riflette anche cambiamenti strutturali e organizzativi. I principali gruppi creditizi hanno accentratato la gestione di tesoreria: è così diminuito l'ammontare di titoli necessari a ciascuna banca del gruppo per far fronte a specifiche esigenze di liquidità.

Il valore di mercato delle azioni e delle partecipazioni al capitale di società dell'area dell'euro alla fine del 2001 era di 90,3 miliardi, pari al 5,6 per cento del totale delle attività delle banche italiane (escluse quelle interbancarie); le azioni e le partecipazioni nelle sole imprese non bancarie rappresentavano il 2,5 per cento. Le analoghe quote erano pari al 7,0 e al 4,1 per cento in Francia, al 6,2 e al 5,1 per cento in Germania, al 5,5 e al 4,4 in Spagna, al 4,0 e al 2,9 nei Paesi Bassi.

Al netto dei fondi di svalutazione e degli investimenti effettuati per conto dei fondi di previdenza del personale, le partecipazioni in imprese non finanziarie italiane, al valore contabile, sono aumentate di 1,1 miliardi di euro, a 5,3 miliardi; quelle in banche e altri intermediari finanziari di 5,9 miliardi, a 57,2 miliardi; quelle in società strumentali di 300 milioni, a 2,0 miliardi.

La forte crescita dei prestiti registrata negli ultimi tre anni, superiore a quella della provvista sull'interno, è stata finanziata, oltre che con una contrazione del portafoglio titoli, anche attraverso un'espansione dell'indebitamento sull'estero delle banche.

Sebbene sia più dispendiosa in termini unitari, la provvista sull'estero ha consentito di evitare un aumento generalizzato del costo delle passività sull'interno, contenendo l'onere complessivo della raccolta. Il ricorso ai finanziamenti esteri è aumentato in particolare per le banche più grandi, che accedono più facilmente ai mercati finanziari internazionali; queste hanno poi trasferito parte dei fondi così raccolti agli intermediari di dimensione minore, soprattutto quelli appartenenti allo stesso gruppo bancario. Tra il 1998 e il 2001 le banche "maggiori" e "grandi" hanno aumentato le loro passività nette sull'estero da 6,9 a 53,7 miliardi di euro (a fronte di un aumento da 32,7 a 106,0 per il complesso delle banche); parallelamente esse hanno aumentato le attività nette sul mercato interbancario interno da 5,9 a 18,9 miliardi.

Escludendo gli effetti dovuti alle variazioni del cambio, l'indebitamento netto sull'estero delle banche italiane è aumentato nel 2001 di 27,7 miliardi di euro, oltre il 60 per cento dei quali nei confronti di paesi esterni all'area dell'euro (tav. D15). Alla fine dell'anno la posizione netta sull'estero del sistema bancario italiano era debitoria per 106,0 miliardi di euro, il 5,6 per cento del totale delle passività (77,9 miliardi e 4,4 per cento nel 2000). Le passività nette del sistema bancario nei confronti delle filiali all'estero ammontavano a 29,7 miliardi di euro, il 28,0 per cento dell'indebitamento complessivo con non residenti.

Le passività lorde sull'estero sono cresciute di 11,1 miliardi, per effetto del maggiore indebitamento nei confronti dei paesi esterni all'area dell'euro (12,7 miliardi), soprattutto il Regno Unito. Le attività lorde sull'estero si sono ridotte di oltre 16 miliardi di euro, prevalentemente per la contrazione dei prestiti verso banche dell'area dell'euro.

L'esposizione verso l'estero del sistema bancario italiano resta contenuta rispetto agli altri principali paesi dell'area. Secondo le rilevazioni della Banca dei regolamenti internazionali, nel 2001 il rapporto tra il totale dei crediti per cassa sull'estero, garantiti e non garantiti, e il PIL era pari al 26 per cento per il sistema bancario italiano, al 115 per cento per quello tedesco, al 63 per quello francese, al 62 per quello spagnolo. L'81 per cento dei crediti verso l'estero delle banche italiane era nei confronti dei paesi dell'OCSE, una quota sostanzialmente analoga alla media degli altri principali paesi dell'area. Alla fine del 2001

l'esposizione complessiva verso il gruppo statunitense Enron, colpito da grave dissesto finanziario, si attestava a circa un miliardo di euro (cfr. il capitolo della sezione E: I controlli); quella verso l'Argentina, inclusi i crediti di firma, a circa 8,2 miliardi di euro (cfr. il capitolo della sezione E: Rischi, redditività e patrimonio degli intermediari).

Tav. D15

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

| Voci | 1999 | 2000 | 2001 | Variazioni 2000/2001 (2) |
|--|----------------|----------------|----------------|-----------------------------|
| Attività (a)=(b)+(c) | 183.182 | 194.485 | 180.538 | -16.546 |
| Area dell'euro (b) | 93.065 | 102.467 | 95.703 | -12.014 |
| Istituzioni monetarie e finanziarie | 67.121 | 68.412 | 60.465 | -9.107 |
| di cui: <i>prestiti</i> | 57.705 | 58.760 | 49.945 | -9.252 |
| <i>titoli</i> | 4.339 | 3.705 | 4.039 | -46 |
| Altri residenti nell'area | 25.944 | 34.055 | 35.238 | -2.907 |
| di cui: <i>prestiti</i> | 12.801 | 15.881 | 13.895 | -2.164 |
| <i>titoli</i> | 7.950 | 9.936 | 10.950 | 95 |
| di cui: <i>Amministrazioni pubbliche</i> | 3.080 | 4.581 | 4.671 | 480 |
| Resto del mondo (c) | 90.118 | 92.018 | 84.835 | -4.532 |
| di cui: <i>prestiti</i> | 67.629 | 69.308 | 65.094 | -4.665 |
| <i>titoli</i> | 17.888 | 15.392 | 13.286 | -172 |
| Passività (d)=(e)+(f) | 240.563 | 272.380 | 286.509 | 11.139 |
| Area dell'euro (e) | 104.825 | 114.670 | 115.388 | -1.513 |
| Istituzioni monetarie e finanziarie | 98.653 | 107.605 | 109.572 | -212 |
| Altri residenti nell'area | 6.172 | 7.065 | 5.816 | -1.301 |
| di cui (3): <i>conti correnti</i> | 2.031 | 2.743 | 3.631 | 860 |
| <i>depositi</i> | 3.642 | 4.250 | 1.844 | -2.428 |
| <i>pronti contro termine</i> | 460 | 38 | 49 | 11 |
| Resto del mondo (f) | 135.738 | 157.710 | 171.121 | 12.652 |
| Passività nette (d)-(a) | 57.380 | 77.895 | 105.971 | 27.685 |
| Area dell'euro (e)-(b) | 11.760 | 12.203 | 19.685 | 10.501 |
| Resto del mondo (f)-(c) | 45.621 | 65.692 | 86.286 | 17.184 |

(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

Il valore nominale dei titoli depositati presso le banche è aumentato dell'8,8 per cento, a 1.715 miliardi di euro (tav. D16). La crescita è attribuibile per circa due terzi ai titoli esteri, che sono saliti al 25 per cento del totale.

TITOLI DEPOSITATI PRESSO LE BANCHE ITALIANE
(valori nominali; consistenze di fine periodo in miliardi di euro)

| Depositante (1) | Totale | | | | | Titoli esteri |
|--|------------------------------|-----------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | di cui: | | | | | |
| | Emessi da soggetti residenti | | | | | |
| | Obbligazioni bancarie | Titoli di Stato | Azioni | Quote di OICR | | |
| | 2000 | | | | | |
| OICR | 295,6 | 7,8 | 135,7 | 4,4 | 26,7 | 116,7 |
| SIM e società fiduciarie . | 41,5 | 1,6 | 18,0 | 2,4 | 6,3 | 12,2 |
| Società assicurative | 123,4 | 16,5 | 65,0 | 4,9 | 3,2 | 30,9 |
| Banche | 194,3 | 25,8 | 80,8 | 12,1 | 36,4 | 36,3 |
| Altre società finanziarie . | 65,9 | 7,5 | 26,0 | 8,9 | 4,9 | 14,8 |
| Imprese (2) | 98,2 | 20,0 | 23,9 | 19,4 | 13,8 | 15,5 |
| Famiglie consumatrici ... | 740,9 | 169,2 | 203,2 | 29,1 | 200,0 | 117,2 |
| di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ... | 99,0 | 1,0 | 23,7 | 1,1 | 57,2 | 14,4 |
| Altri | 16,6 | 1,7 | 7,8 | 4,1 | 0,2 | 2,1 |
| Totale | 1.576,4 | 250,1 | 560,4 | 85,3 | 291,5 | 345,7 |
| di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ... | 130,4 | 3,5 | 38,3 | 1,6 | 64,7 | 20,1 |
| | 2001 | | | | | |
| OICR | 375,0 | 5,6 | 145,3 | 3,9 | 66,6 | 147,8 |
| SIM e società fiduciarie . | 47,2 | 0,8 | 6,1 | 3,0 | 19,9 | 16,3 |
| Società assicurative | 160,8 | 20,0 | 83,3 | 3,7 | 3,7 | 45,7 |
| Banche | 225,1 | 27,0 | 82,6 | 10,8 | 35,9 | 62,8 |
| Altre società finanziarie . | 60,3 | 6,7 | 26,5 | 9,6 | 2,5 | 12,4 |
| Imprese (2) | 101,5 | 18,4 | 20,8 | 26,1 | 13,5 | 15,2 |
| Famiglie consumatrici ... | 722,8 | 183,7 | 192,8 | 33,7 | 163,9 | 131,0 |
| di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ... | 92,2 | 0,7 | 22,0 | 0,7 | 48,8 | 18,6 |
| Altri | 21,9 | 1,7 | 7,9 | 7,3 | 0,2 | 3,2 |
| Totale | 1.714,6 | 263,9 | 565,3 | 98,1 | 306,2 | 434,4 |
| di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ... | 123,2 | 1,9 | 36,8 | 1,3 | 55,2 | 25,3 |
| (1) Residente in Italia. - (2) Società non finanziarie, finanziarie di partecipazione e imprese individuali. | | | | | | |

I titoli depositati dalle famiglie sono diminuiti del 2,4 per cento, a 722,8 miliardi di euro; la riduzione dei titoli di Stato e delle quote di fondi comuni (OICR) è stata soltanto in parte compensata dall'incremento dei titoli esteri e delle obbligazioni bancarie. I titoli affidati alle banche in gestione patrimoniale sono diminuiti del 6,9 per cento, anche per la forte crescita delle gestioni effettuate dalle SGR (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*).

Nel 2001 il valore di mercato degli scambi di titoli effettuati dalle banche per conto della clientela (esclusi i derivati) è sceso da 869,6 a 751,1 miliardi di euro, come riflesso della riduzione di scambi di azioni (da 634,9 a 444,7 miliardi), in ampia misura attribuibile alla flessione dei corsi.

Il collocamento di titoli di nuova emissione presso la clientela si è ridotto da 195,4 a 173,0 miliardi di euro, in seguito alla contrazione delle sottoscrizioni di quote di fondi comuni di investimento (da 132,5 a 92,2 miliardi). Anche l'attività di collocamento effettuata dai promotori ha registrato una riduzione, da 39,8 a 24,2 miliardi di euro.

I conti economici

La crescita dei prestiti si è riflessa in un incremento del margine d'interesse, sebbene di entità più contenuta rispetto al 2000 (5,5 contro l'8,4 per cento; tav. D17).

Nella media dell'anno i prestiti a residenti sono passati dal 59,7 al 62,0 per cento delle attività fruttifere (tav. aD19), soprattutto per la forte crescita registrata nel primo semestre. Il loro rendimento unitario è aumentato di 0,3 punti percentuali rispetto al 2000. Il costo unitario dei depositi è cresciuto dello 0,2 per cento; quello delle obbligazioni si è ridotto di 0,2 punti percentuali.

Per la prima volta dal 1995 i ricavi da servizi hanno registrato una riduzione (12,5 per cento), dovuta principalmente al calo delle commissioni connesse con l'attività di gestione professionale del risparmio.

Le commissioni percepite a fronte del collocamento di titoli, tra cui le quote dei fondi comuni d'investimento, sono calate del 17,3 per cento, a 5,3 miliardi di euro; quelle per la custodia e l'amministrazione di titoli, nelle quali confluiscono le commissioni ricevute in qualità di "banca depositaria", si sono ridotte del 26,1 per cento, a 0,6 miliardi. Le commissioni da negoziazione di titoli e valuta, riconducibili almeno in parte a operazioni con società di gestione, e quelle da consulenza e raccolta ordini hanno registrato una contrazione del 23,5 per cento, a 3,1 miliardi. I ricavi derivanti dalle gestioni patrimoniali sono cresciuti dello 0,7 per cento (31,9 nel 2000), a 1,8 miliardi di euro.

I ricavi netti dell'attività di negoziazione di titoli e altri valori di proprietà sono diminuiti del 18,0 per cento. Hanno invece registrato una forte crescita i proventi derivanti dalle altre operazioni finanziarie, riflettendo l'aumento dei dividendi; quelli percepiti su azioni e partecipazioni bancarie, pari alla metà del totale, sono saliti da 4,2 a 6,5 miliardi di euro. Escludendo questi ultimi, il margine d'intermediazione è aumentato dell'1,4 per cento.

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

| Voci | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|---|--|-------------|-------------|-------------|-------------------------------|--------------|-------------|--------------|
| | In percentuale dei fondi intermediati | | | | Variazioni percentuali | | | |
| Margine d'interesse (a) | 2,15 | 1,95 | 1,94 | 1,93 | -1,0 | -6,4 | 8,4 | 5,5 |
| Altri ricavi netti (b) (2) | 1,40 | 1,60 | 1,77 | 1,76 | 36,6 | 17,8 | 20,9 | 4,2 |
| di cui: <i>negoziazione</i> | 0,32 | 0,18 | 0,14 | 0,13 | 14,1 | -41,3 | -14,0 | -18,0 |
| servizi | 0,62 | 0,73 | 0,82 | 0,68 | 59,6 | 22,6 | 21,2 | -12,5 |
| altre operazioni finanziarie (2) | 0,23 | 0,42 | 0,53 | 0,67 | 56,3 | 90,8 | 36,1 | 34,7 |
| | | | | | | (65,3) | (18,5) | (17,9) |
| Margine d'intermediazione (c=a+b) (2) ... | 3,55 | 3,55 | 3,71 | 3,68 | 11,0 | 3,2 | 14,0 | 4,9 |
| | | | | | | (0,5) | (11,6) | (1,4) |
| Costi operativi (d) (3) | 2,16 | 2,15 | 2,07 | 2,03 | 2,0 | 2,7 | 5,2 | 3,8 |
| di cui: <i>per il personale bancario</i> (3) (4) | 1,30 | 1,26 | 1,17 | 1,11 | 2,0 | -0,4 | 1,3 | 1,0 |
| Risultato di gestione (e=c-d) (2) (3) | 1,39 | 1,40 | 1,64 | 1,65 | 28,7 | 3,8 | 27,5 | 6,3 |
| | | | | | | (-3,1) | (22,7) | (-2,0) |
| Rettifiche e riprese di valore e accantonamenti (f) (2) (5) | 0,48 | 0,40 | 0,36 | 0,66 | -25,9 | -15,0 | 10,8 | 91,4 |
| | | | | | | (-6,8) | (1,2) | |
| di cui: <i>su crediti</i> | 0,45 | 0,44 | 0,35 | 0,37 | -16,2 | -1,5 | -11,1 | 10,9 |
| Utile lordo (g=e-f) (2) (3) (5) | 0,91 | 1,01 | 1,28 | 0,99 | 110,8 | 13,7 | 34,2 | -17,7 |
| | | | | | | (-0,9) | (34,3) | (-34,3) |
| Imposte (h) (5) | 0,43 | 0,40 | 0,48 | 0,39 | 59,8 | -4,6 | 21,1 | -7,7 |
| Utile netto (g-h) | 0,48 | 0,61 | 0,79 | 0,60 | 440,7 | 30,0 | 42,7 | -19,8 |
| Dividendi distribuiti | 0,25 | 0,37 | 0,44 | 0,39 | 71,1 | 49,4 | 27,7 | -3,9 |
| | Altri indicatori | | | | | | | |
| | Utile lordo | | | | Utile netto | | | |
| Utile in percentuale del capitale e delle riserve (ROE) (6) | 13,8 | 15,3 | 18,5 | 14,5 | 7,4 | 9,6 | 11,6 | 8,9 |
| | Consistenze | | | | Variazioni percentuali | | | |
| Fondi intermediati (<i>milioni di euro</i>) | 1.571.410 | 1.632.225 | 1.771.357 | 1.888.159 | 6,3 | 3,8 | 9,9 | 6,2 |
| Dipendenti medi totali | 345.697 | 343.615 | 343.050 | 344.897 | -0,6 | -0,9 | 0,3 | 0,4 |
| di cui: <i>dipendenti bancari</i> | 341.425 | 339.310 | 339.067 | 341.982 | -0,6 | -0,9 | 0,4 | 0,7 |
| Fondi intermediati per dipendente (<i>migliaia di euro</i>) | | | | | | | | |
| Valori nominali | 4.546 | 4.750 | 5.164 | 5.475 | 7,0 | 4,8 | 9,7 | 5,9 |
| Valori a prezzi costanti (7) | 4.201 | 4.318 | 4.578 | 4.724 | 4,9 | 3,1 | 6,9 | 3,0 |
| Costo unitario del personale bancario (3) (<i>migliaia di euro</i>) | | | | | | | | |
| Valori nominali (8) | 58,9 | 59,0 | 60,5 | 61,1 | 2,4 | 0,1 | 2,5 | 0,9 |
| Valori a prezzi costanti (7) (8) | 54,4 | 53,6 | 53,6 | 52,8 | 0,5 | -1,6 | -0,1 | -1,7 |
| <i>Per memoria (9):</i> | | | | | | | | |
| Fondi intermediati (<i>milioni di euro</i>) | 1.579.507 | 1.635.415 | 1.789.484 | 1.893.406 | 6,6 | 3,5 | 9,4 | 5,8 |
| Numero dei dipendenti totali (10) | 343.750 | 341.311 | 344.305 | 343.846 | -1,0 | -0,7 | 0,9 | -0,1 |
| di cui: <i>dipendenti bancari</i> (10) | 339.415 | 337.087 | 340.841 | 341.329 | -1,2 | -0,7 | 1,1 | 0,1 |

(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, se inclusi nell'aggregato. - (3) I dati del 1998 sono confrontabili soltanto parzialmente con quelli degli anni precedenti a causa della 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.

Le spese per il personale bancario sono cresciute dell'1,0 per cento (1,3 nel 2000) in seguito all'aumento del numero dei dipendenti (0,7 per cento in media d'anno) e a quello del costo unitario del personale (0,9 per cento, a 61.000 euro); si sono invece ridotti gli oneri connessi con gli incentivi all'uscita anticipata del personale.

Nell'aprile di quest'anno è stata rinnovata la parte economica del contratto collettivo del settore del credito per il biennio 2002-03. Per il 2002, con decorrenza da marzo, è stato corrisposto un aumento dell'1,8 per cento, al quale si aggiungeranno lo 0,8 da giugno e l'1,2 da novembre; per il 2003 sono previsti due incrementi, dello 0,8 per cento, a febbraio e ad agosto.

Le altre spese amministrative sono salite del 7,5 per cento (9,8 nel 2000), soprattutto per effetto degli oneri connessi con l'utilizzo di tecnologie informatiche. Nel complesso i costi operativi sono aumentati del 3,8 per cento (5,2 nel 2000).

Le spese sostenute dalle banche italiane per le tecnologie informatiche hanno continuato a crescere a ritmi elevati, raggiungendo il 14,5 per cento dei costi operativi totali (13,5 nel 2000). In particolare le spese per prodotti hardware sono aumentate del 17,0 per cento, quelle per il software del 27,1. Queste ultime sono più che raddoppiate negli ultimi quattro anni e rappresentano oltre un quinto del totale della spesa in tecnologie informatiche. Pur in diminuzione, resta rilevante la quota di servizi di elaborazione acquistati all'esterno del sistema bancario, pari a oltre un terzo del totale. Gli investimenti annui in hardware e software sono passati rispettivamente da 457 a 467 e da 605 a 698 milioni di euro. In termini reali e tenendo conto della variazione nella qualità dei prodotti, gli investimenti per addetto in hardware sono cresciuti del 22,4 per cento, quelli in software dell'8,0 per cento. Il valore complessivo del capitale informatico per addetto è aumentato del 16,9 per cento.

La crescente dotazione di capitale informatico delle banche italiane ha favorito il rapido sviluppo dei canali distributivi telematici. Negli ultimi tre anni il numero di imprese che utilizzano servizi bancari offerti attraverso il computer è più che raddoppiato; alla fine del 2001 erano oltre 630.000. Sulla base dell'indagine campionaria condotta dalle Filiali della Banca d'Italia (Invind), il 64 per cento delle imprese dell'industria con almeno 50 addetti ricorre ai canali telematici per operazioni di incasso e di pagamento (il 73 tra quelle con più di 500 addetti), il 13 per la gestione delle fatture (23) e il 2 per la negoziazione di titoli (4).

Il risultato di gestione si è ridotto del 2,0 per cento. Le rettifiche di valore su cespiti patrimoniali (al netto delle riprese di valore) sono quasi raddoppiate; la loro incidenza sul risultato di gestione è salita dal 22,0 al 40,0 per cento per il totale delle banche e dal 16,1 al 52,1 per cento per quelle maggiori (tav. aD21). Le svalutazioni di partecipazioni sono passate da 1,0 a 4,1 miliardi di euro, riflettendo soprattutto quelle effettuate da alcune grandi ban-

che a fronte di investimenti diretti in Argentina. Le rettifiche su crediti sono tornate a crescere (10,9 per cento) per la prima volta dal 1998, anche in connessione con le svalutazioni di prestiti concessi a operatori non residenti. Ulteriori oneri sono derivati da revisioni del valore dei titoli in portafoglio e dall'ammortamento di attività immateriali.

L'utile è sceso del 34,3 per cento al lordo delle imposte correnti, del 19,8 per cento e di 2,8 miliardi di euro al netto di queste ultime (tav. aD20). Il rendimento del capitale e delle riserve, ottenuto sommando agli utili la variazione del fondo rischi bancari generali (133 milioni di euro) e il reddito netto delle filiali all'estero (193 milioni), è sceso all'8,9 per cento, dall'11,6 del 2000.

In tutti i principali sistemi bancari dell'area dell'euro sono fortemente diminuiti i ricavi derivanti da commissioni per la negoziazione di titoli e sono aumentati gli accantonamenti, principalmente in seguito alla crisi argentina e al dissesto finanziario del gruppo statunitense Enron. Secondo le informazioni attualmente disponibili, nel 2001 in Germania e nei Paesi Bassi le banche hanno registrato una sensibile diminuzione degli utili. In Francia, dati provvisori riguardanti i nove principali gruppi bancari indicano una sostanziale tenuta degli indicatori di redditività, grazie soprattutto ai proventi dell'attività bancaria tradizionale al dettaglio. In Spagna, il forte aumento del totale dei fondi intermediati ha portato a un significativo innalzamento del margine d'interesse, che ha compensato il calo dei ricavi da commissioni e l'aumento degli accantonamenti; l'utile lordo è risultato di poco inferiore a quello del 2000.

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2001 il risparmio affluito agli investitori istituzionali è tornato ad aumentare; la raccolta netta consolidata è ammontata a 38,8 miliardi di euro, il 14,2 per cento in più rispetto al 2000 (tav. D18). Le risorse gestite consolidate hanno registrato un incremento del 2,8 per cento, risentendo del deprezzamento della componente azionaria; in percentuale del PIL sono scese per il secondo anno consecutivo, dall'80,2 al 78,8 per cento.

Tav. D18

INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI: FLUSSI E CONSISTENZE DELLE RISORSE GESTITE (milioni di euro; valori percentuali)

| Voci | Flussi netti | | | | Consistenze di fine periodo | | | |
|--|---------------|---------------|-------------------|--------------|-----------------------------|------------------|-------------------|--------------|
| | 2000 | 2001 | Quote percentuali | | 2000 | 2001 | Quote percentuali | |
| | | | 2000 | 2001 | | | 2000 | 2001 |
| Fondi comuni (1) | -6.895 | -20.365 | -11,1 | -56,2 | 449.931 | 403.689 | 39,6 | 35,5 |
| Assicurazioni (2) | 33.004 | 27.523 | 53,2 | 75,9 | 216.483 | 244.006 | 19,1 | 21,4 |
| Fondi pensione ed enti di previdenza (2) . . | 2.847 | 1.657 | 4,6 | 4,6 | 77.820 | 79.477 | 6,8 | 7,0 |
| Gestioni patrimoniali . | 33.087 | 27.435 | 53,3 | 75,7 | 392.112 | 410.305 | 34,5 | 36,1 |
| Totale . . . | 62.043 | 36.250 | 100,0 | 100,0 | 1.136.346 | 1.137.477 | 100,0 | 100,0 |
| Totale consolidato (3) | 34.032 | 38.848 | - | - | 936.256 | 962.171 | - | - |

(1) Fondi comuni e Sicavarmonizzati. - (2) Per le assicurazioni e i fondi pensione rispettivamente, riserve tecniche e attivo di bilancio. I dati del 2001 sono stimati. - (3) Al netto degli investimenti tra le diverse categorie di intermediari.

Alla fine del 2000 l'incidenza degli strumenti finanziari offerti dagli investitori istituzionali sulle attività finanziarie delle famiglie era pari al 44 per cento negli Stati Uniti, al 39 in Germania e al 32 in Francia e in Italia (tav. D19). Il forte aumento del biennio 1999-2000 negli Stati Uniti e in Germania ha in gran parte riflesso la crescita dei fondi comuni; l'incremento in Italia è ascrivibile soprattutto allo sviluppo delle polizze assicurative.

Nel 2001 i fondi comuni italiani hanno registrato un consistente deflusso di risparmio. È invece rimasta positiva, pur dimezzandosi, la raccolta netta dei fondi comuni esteri di emanazione di intermediari italiani. In una fase contrassegnata dal calo prolungato degli indici di borsa, i risparmiatori hanno effettuato ingenti vendite nette di fondi azionari, bilanciati e obbligazio-

nari e significative sottoscrizioni nette di quote di fondi monetari. Le società di gestione hanno ampliato l'offerta di fondi. Nel corso dell'anno sono divenuti operativi i primi fondi speculativi.

Tav. D19

**ATTIVITÀ FINANZIARIE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI
NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI**
(dati di fine periodo; quote percentuali)

| Voci | 1998 | | | | 2000 | | | | 2001 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Italia | Francia | Germania | Stati Uniti | Italia | Francia | Germania | Stati Uniti | Italia |
| Incidenza sulle attività finanziarie delle famiglie (1) | | | | | | | | | |
| Fondi comuni (2) .. | 16,3 | 9,0 | 8,8 | 10,7 | 16,8 | 8,7 | 11,3 | 12,6 | 16,3 |
| Assicurazioni | 5,5 | 22,8 | 25,0 | 7,0 | 7,0 | 23,0 | 26,0 | 7,4 | 8,8 |
| Fondi pensione ... | 1,1 | - | 1,8 | 20,8 | 1,1 | - | 1,8 | 20,9 | 1,3 |
| Altre istituzioni (3) . | 7,9 | - | - | 3,3 | 6,8 | - | - | 3,1 | 8,9 |
| Totale ... | 30,8 | 31,8 | 35,6 | 41,8 | 31,7 | 31,7 | 39,1 | 44,0 | 35,3 |
| Incidenza sul PIL (4) | | | | | | | | | |
| Attività finanziarie non consolidate .. | 79,6 | 113,7 | 70,2 | 205,0 | 97,6 | 133,8 | 80,8 | 197,7 | 93,6 |
| Attività finanziarie consolidate | 68,1 | .... | .... | .... | 80,4 | .... | .... | .... | 79,2 |
| Composizione per categoria di intermediario (4) | | | | | | | | | |
| Fondi comuni | 43,6 | 43,7 | 43,2 | 30,2 | 39,6 | 46,5 | 47,5 | 33,0 | 35,5 |
| Assicurazioni | 19,7 | 56,3 | 52,2 | 21,6 | 21,3 | 53,5 | 48,4 | 20,6 | 23,8 |
| Fondi pensione ... | 3,9 | - | 4,6 | 37,1 | 4,6 | - | 4,1 | 35,3 | 4,7 |
| Altre istituzioni | 32,8 | - | - | 11,1 | 34,5 | - | - | 11,1 | 36,0 |
| Totale ... | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Composizione per tipologia di attività finanziaria (4) | | | | | | | | | |
| Obbligazioni | 64 | 54 | 43 | 34 | 49 | 46 | 40 | 33 | 54 |
| Prestiti | .. | 3 | 30 | 8 | .. | 2 | 27 | 9 | .. |
| Azioni | 15 | 34 | 22 | 48 | 23 | 44 | 28 | 48 | 18 |
| Altro (5) | 21 | 9 | 5 | 10 | 28 | 8 | 5 | 10 | 28 |
| Totale ... | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Fonte: Per Francia, Germania e Stati Uniti: OCSE e Eurostat.
(1) Rapporto tra patrimonio netto degli investitori istituzionali detenuto dalle famiglie e attività finanziarie totali delle famiglie. I dati relativi a fondi comuni, assicurazioni e fondi pensione per Italia, Francia e Germania sono tratti dai conti finanziari nazionali; quelli per gli Stati Uniti sono di fonte OCSE. - (2) Per Italia, Francia e Germania sono inclusi i fondi esteri (per l'Italia facenti capo a gruppi sia italiani sia esteri). - (3) Per l'Italia, il dato si riferisce al totale delle gestioni patrimoniali al netto degli investimenti in quote di fondi comuni e include anche le gestioni di patrimoni appartenenti a settori istituzionali diversi dalle famiglie. - (4) Per l'Italia, i dati sui fondi pensione includono quelli relativi agli enti di previdenza. - (5) Liquidità, depositi e altre voci.

Il rendimento sui dodici mesi dei fondi comuni italiani è risultato a fine 2001 negativo, per il secondo anno consecutivo. La quota di azioni nel portafoglio dei fondi comuni ha subito, per la prima volta dal 1996, una riduzione, dal 43,0 al 34,9 per cento. Considerevoli sono stati gli smobilizzi di azioni estere e di titoli di Stato italiani a medio e a lungo termine.

L'elevata volatilità dei corsi azionari in alcune fasi dell'anno (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*) ha alimentato l'afflusso di risparmio verso le gestioni patrimoniali, caratterizzate da un maggior peso di attività a basso rischio. La raccolta netta è rimasta relativamente sostenuta, pur contraendosi del 17,1 per cento rispetto al 2000. È proseguito lo sviluppo delle gestioni patrimoniali effettuate dalle società di gestione del risparmio (SGR), a cui fa capo poco meno della metà delle attività gestite. Anche il rendimento medio conseguito dalle gestioni patrimoniali è stato negativo.

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono ancora aumentate a ritmi sostenuti (12,7 per cento). La quota del portafoglio investita in titoli pubblici italiani è leggermente aumentata, dopo essere fortemente diminuita nel biennio 1999-2000.

Le risorse gestite dagli enti di previdenza e dai fondi pensione sono nel complesso aumentate del 2,1 per cento. Il patrimonio dei fondi istituiti secondo la nuova normativa è salito da 1,7 a 3,2 miliardi di euro; la sua incidenza sul patrimonio totale dei fondi pensione è salita al 9,5 per cento.

I fondi comuni di investimento mobiliare

Nel 2001 i fondi comuni italiani hanno registrato riscatti netti di quote per 20,4 miliardi di euro, il triplo di quelli del 2000 (tav. D20). È invece rimasta positiva, pari a 18,1 miliardi, la raccolta netta dei fondi istituiti all'estero da intermediari italiani (36,2 miliardi nel 2000). Nel complesso, i fondi facenti capo a operatori italiani hanno registrato rimborsi netti per 2,3 miliardi di euro, contro una raccolta netta di 29,3 miliardi nel 2000.

Il diverso andamento della raccolta dei fondi italiani ed esteri di emanazione italiana riflette in parte le scelte di portafoglio delle gestioni patrimoniali, che hanno dato luogo a riscatti netti di quote di fondi italiani per 6,8 miliardi e a sottoscrizioni nette di quote di fondi esteri (facenti capo a gruppi sia italiani sia esteri) per 7,4 miliardi. La convenienza degli intermediari a collocare presso la propria clientela quote di fondi comuni di società di gestione insediate all'estero risiede soprattutto nel basso livello di tassazione del reddito d'impresa in questi centri finanziari.

I risparmiatori hanno attuato un'ampia ricomposizione del portafoglio a favore dei fondi che investono in attività a breve termine. Per i fondi italiani, i rimborsi netti nei comparti azionari, bilanciati e obbligazionari sono ammontati, rispettivamente, a 20,5, 11,5 e 20,8 miliardi di euro, mentre la raccolta netta del comparto monetario è stata di 33,1 miliardi. Per i fondi esteri facenti capo a intermediari italiani si è registrato un afflusso netto di risparmio in tutti i principali comparti, con valori assai elevati per i fondi specializzati in attività a breve termine.

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

| Voci | 2000 | 2001 | Gennaio-marzo 2002 (2) | 2000 | 2001 | Marzo 2002 (2) |
|--|---------------------|----------------|------------------------|---|----------------|----------------|
| | Flussi netti | | | Consistenze di fine periodo (composizione percentuale) | | |
| Titoli di Stato e obbligazioni italiani | -30.517 | -1.355 | -846 | 32,3 | 36,0 | 35,8 |
| A breve termine e indicizzati | -14.040 | 11.060 | 5.144 | 7,1 | 10,9 | 12,4 |
| BOT | -2.890 | 9.936 | 2.539 | 1,0 | 3,8 | 4,6 |
| CCT | -11.150 | 1.124 | 2.605 | 6,1 | 7,1 | 7,8 |
| A medio e a lungo termine | -16.477 | -12.415 | -5.990 | 25,1 | 25,1 | 23,4 |
| CTZ | -11.481 | -5.841 | 2.253 | 2,3 | 1,0 | 1,6 |
| BTP | -5.307 | -8.528 | -8.459 | 20,3 | 20,6 | 18,2 |
| Altri | 311 | 1.954 | 216 | 2,6 | 3,5 | 3,6 |
| Azioni italiane | -1.996 | -5.767 | -457 | 10,6 | 7,1 | 7,4 |
| Titoli esteri | 35.526 | -7.562 | 2.258 | 57,1 | 56,9 | 56,8 |
| Titoli di Stato e obbligazioni | -4.167 | 4.812 | 681 | 24,7 | 29,1 | 28,2 |
| Azioni | 39.693 | -12.374 | 1.577 | 32,4 | 27,8 | 28,6 |
| Altre attività finanziarie | 126 | 1.613 | -40 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Totale portafoglio | 3.139 | -13.071 | 915 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | |
| Raccolta netta | -6.895 | -20.365 | -422 | - | - | - |
| Fondi obbligazionari | -43.113 | -20.783 | -2.810 | - | - | - |
| Fondi monetari | -23.039 | 33.091 | 4.354 | - | - | - |
| Fondi bilanciati | 14.222 | -11.526 | -1.623 | - | - | - |
| Fondi azionari | 42.767 | -20.486 | -314 | - | - | - |
| Fondi globali | 2.268 | -661 | -29 | - | - | - |
| Portafoglio | - | - | - | 417.584 | 369.912 | 366.719 |

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Dati provvisori.

In tutti gli altri principali paesi dell'area dell'euro la raccolta netta dei fondi comuni armonizzati ha subito un netto calo oppure, come in Spagna, è stata negativa. In tutti i paesi si è inoltre registrato un considerevole spostamento di risorse dai fondi azionari e bilanciati verso quelli monetari e obbligazionari.

Per effetto dell'ampia discesa dei corsi azionari e dei consistenti riscatti di quote, alla fine del 2001 il patrimonio netto dei fondi comuni istituiti, in Italia o all'estero, da intermediari italiani era pari a 509 miliardi di euro, il 6,9 per cento in meno rispetto a un anno prima (tav. D21); la riduzione è interamente ascrivibile ai fondi italiani, il cui patrimonio netto, pari a 403,7 miliardi, ha subito nell'anno una flessione del 10,2 per cento. Nell'area dell'eu-

ro il patrimonio netto dei fondi è cresciuto del 3,5 per cento, soprattutto per l'espansione dei fondi obbligazionari e monetari in Irlanda, Lussemburgo e Francia; l'incidenza dei fondi controllati da gruppi italiani è scesa dal 19,0 al 17,1 per cento.

Tav. D21

**PATRIMONIO NETTO DEI FONDI COMUNI MOBILIARI
NEI PRINCIPALI PAESI EUROPEI E NEGLI STATI UNITI (1)**
(dati di fine periodo in miliardi di euro)

| Voci | | Italia (2) | Germania | Francia | Lussemburgo e Irlanda (3) | | Area dell'euro (3) (4) | Regno Unito | Stati Uniti |
|-------------------------------------|------|------------|----------|---------|---------------------------|--|------------------------|-------------|-------------|
| | | | | | | di cui: controllati da intermediari italiani | | | |
| Patrimonio netto | 2000 | 450 | 253 | 766 | 938 | 97 | 2.878 | 415 | 7.485 |
| | 2001 | 404 | 240 | 800 | 1.064 | 105 | 2.980 | 412 | 7.909 |
| <i>in % del PIL</i> | 2000 | 38,6 | 12,5 | 54,1 | | | 43,9 | 27,4 | 70,5 |
| | 2001 | 33,2 | 11,6 | 54,7 | | | 43,8 | 25,3 | 68,3 |
| di cui (5): | | | | | | | | | |
| azionari | 2000 | 156 | 154 | 217 | 351 | 50 | 1.137 | 318 | 4.258 |
| | 2001 | 111 | 125 | 207 | 318 | 46 | 937 | 310 | 3.873 |
| interni | 2000 | 27 | 35 | 116 | | 7 | 228 | 230 | 3.675 |
| | 2001 | 17 | 29 | 104 | | 5 | 200 | 168 | |
| area dell'euro ed europei | 2000 | 56 | 44 | 24 | | 17 | 177 | 49 | |
| | 2001 | 38 | 35 | 33 | | 15 | 152 | 47 | |
| altri | 2000 | 72 | 75 | 77 | | 25 | 314 | 38 | |
| | 2001 | 56 | 61 | 70 | | 26 | 268 | 95 | |
| obbligazionari | 2000 | 156 | 57 | 129 | 264 | 36 | 774 | 36 | 868 |
| | 2001 | 159 | 60 | 139 | 328 | 47 | 825 | 42 | 1.049 |
| bilanciati | 2000 | 116 | 15 | 202 | 67 | 10 | 523 | 31 | 376 |
| | 2001 | 87 | 18 | 197 | 62 | 8 | 445 | 30 | 393 |

Fonte: Elaborazioni su dati FEFSI, ICI e Assogestioni.

(1) I dati si riferiscono a fondi comuni aperti che investono in valori mobiliari e sono offerti al pubblico. Non sono inclusi i fondi di fondi.
 - (2) 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. - (3) I dati disponibili per l'Irlanda sono relativi alla fine del novembre 2001. - (4) I dati disponibili per i Paesi Bassi sono relativi alla fine del giugno 2001. - (5) 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. Per l'Irlanda e il Lussemburgo non sono disponibili dati relativi ai sottocomparti.

Il grado di concentrazione dell'industria italiana dei fondi comuni, misurato dalla quota di mercato delle prime cinque società di gestione, era pari alla fine del 2001 al 46,0 per cento. Secondo i dati della Lipper, nel confronto internazionale tale quota assume valori intermedi tra quelli, più contenuti, di Regno Unito e Francia (pari al 14,6 e al 34,2 per cento, rispettivamente) e quelli più elevati di Spagna e Germania (51,1 e 75,7 per cento).

Stime relative al periodo 1988-2000 indicano che una riduzione delle commissioni di gestione permetterebbe di espandere la quota di mercato unicamente alle società di minori dimensioni e a quelle con commissioni superiori alle medie del comparto. La più elevata elasticità ai prezzi delle quote di mercato delle società di minori dimensioni, meno conosciute tra i risparmiatori, può essere ricondotta al maggior costo sostenuto dalla clientela per reperire le informazioni necessarie al momento della selezione e della sottoscrizione del fondo.

Le strategie di differenziazione dell'offerta basate sull'ampliamento della gamma di prodotti sembrano in grado di generare un aumento della quota di mercato delle singole SGR. Più contenuto, invece, risulta essere l'effetto sulle quote di mercato della performance relativa.

Nel 2001 le SGR hanno costituito un numero elevato di nuovi fondi sia nella categoria dei fondi armonizzati sia in quelle dei fondi di fondi e dei fondi riservati a investitori qualificati, prevalentemente istituzionali (cfr. il capitolo della sezione E: *Struttura del sistema finanziario*). Sono inoltre divenuti operativi i primi fondi speculativi, che si caratterizzano per una bassa correlazione tra i rendimenti offerti e l'andamento degli indici generali di mercato e per la possibilità di ricorrere all'indebitamento. Una legge di recente approvazione ha inoltre ampliato le modalità di raccolta e di finanziamento dei fondi chiusi immobiliari. Il numero di questi intermediari è aumentato da 10 a 18 unità nel corso del 2001.

Il grado di sviluppo dei fondi di fondi differisce nei diversi paesi europei. Rispetto al patrimonio complessivo dei fondi armonizzati, quello gestito dai fondi di fondi alla fine del 2001 era pari allo 0,9 per cento in Spagna, all'1,8 in Italia, al 3,0 in Germania, al 4,1 nel Regno Unito; raggiungeva il 13,7 in Belgio e il 27,5 in Austria. In tutti i paesi europei i fondi di fondi sono in genere specializzati in gestioni di tipo bilanciato; le gestioni azionarie costituiscono in media circa un terzo del totale, mentre quelle obbligazionarie appena il 5 per cento.

Il rendimento medio dei fondi comuni italiani è stato pari a -8,7 per cento, contro -3,6 nel 2000 (tav. D22). Il peggioramento rispetto al 2000 ha soprattutto riflesso le maggiori perdite nei comparti azionari e bilanciati. Risultati positivi sono stati conseguiti quasi esclusivamente da fondi obbligazionari o monetari. Nel comparto azionario, un netto peggioramento rispetto all'anno precedente è stato registrato dai fondi specializzati in azioni europee e italiane.

Stime relative al periodo 1987-2000 indicano che i fondi specializzati in azioni italiane che in un dato anno hanno ottenuto un rendimento superiore, o inferiore, alla media del comparto in genere non ripetono il risultato l'anno successivo. Questa conclusione non muta a seconda della misura di performance adottata o se i rendimenti vengono valutati al lordo delle commissioni di gestione, invece che deducendo tali commissioni. La scarsa persistenza delle graduatorie basate sui rendimenti dei fondi specializzati in azioni italiane è coerente con il principio di efficienza del mercato borsistico.

Come nel 2000, il grado di dispersione dei rendimenti è stato elevato (fig. D18); esso si è tuttavia significativamente ridotto per i fondi azionari e bilanciati. La variabilità dei rendimenti dei singoli fondi ha raggiunto valori massimi per alcuni fondi specializzati in titoli di paesi emergenti e di società ad alta tecnologia.

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

| Anni | Fondi comuni (1) | | | | Investimenti alternativi | | | | | |
|--------------|------------------|------------|---------------------|--------|---------------------------|-------------------------|------------|------------|------------|------------------------------------|
| | Azionari | Bilanciati | Obbliga- zionari | Totale | Azioni italiane (2) | Azioni estere (3) | BTP (4) | CCT (4) | BOT (5) | Obbliga- zioni 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 |
| 2001 | -18,5 | -7,4 | 2,5 | -8,7 | -25,1 | -12,2 | 6,6 | 4,9 | 4,6 | 4,3 |

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. - (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.

Le commissioni corrisposte dai fondi comuni italiani alle società di gestione sono ammontate nel 2001 all'1,1 per cento del patrimonio netto, come nel 2000 (fig. D19). L'incidenza delle provvigioni di incentivo si è ridotta di circa due decimi di punto (a poco meno dello 0,1 per cento) ed è stata compensata dall'incremento delle commissioni fisse di gestione (dallo 0,9 a circa l'1,0 per cento). Nel 2001 le commissioni corrisposte alla banca depositaria e gli altri oneri di gestione sono stati pari, complessivamente, allo 0,2 per cento del patrimonio netto.

Tra le singole categorie di fondi, le commissioni di gestione risultano più elevate per quelli azionari, la cui gestione è più complessa, e più contenute per quelli obbligazionari. Per il primo gruppo di fondi le commissioni complessive corrisposte alla società di gestione (commissioni di gestione e di incentivo) sono scese dal 2,1 per cento del patrimonio netto nel 1999, all'1,6 nel 2000 e all'1,5 nel 2001. Le sole provvigioni di incentivo sono ammontate allo 0,5 per cento del patrimonio netto nel 1999, allo 0,4 nel 2000 e allo 0,1 per cento nel 2001. Per i fondi obbligazionari le commissioni di gestione complessive sono scese dall'1,0 per cento nel 1999 allo 0,7 nel 2000, per risalire allo 0,8 per cento nel 2001; pressoché trascurabile risulta la componente costituita da provvigioni di incentivo.

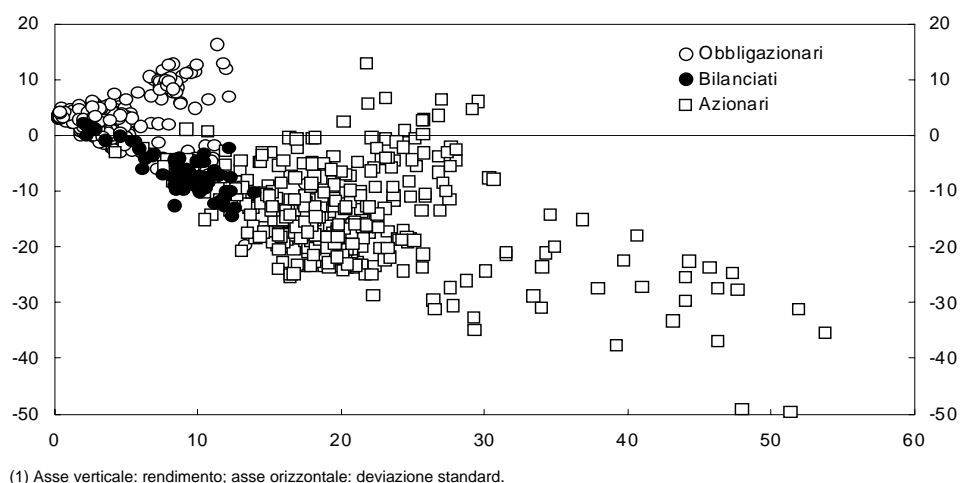
Secondo i dati della società Lipper relativi a diversi paesi europei, nel corso dell'anno le commissioni di gestione dei fondi comuni nel Regno Unito, in Francia e in Spagna

sono rimaste relativamente stabili, mentre in Germania sono leggermente salite sia nel comparto azionario (dallo 0,9 all'1,0 per cento) sia in quello obbligazionario (dallo 0,6 allo 0,7 per cento).

Fig. D18

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

(valori percentuali nel periodo dicembre 2000 - dicembre 2001)

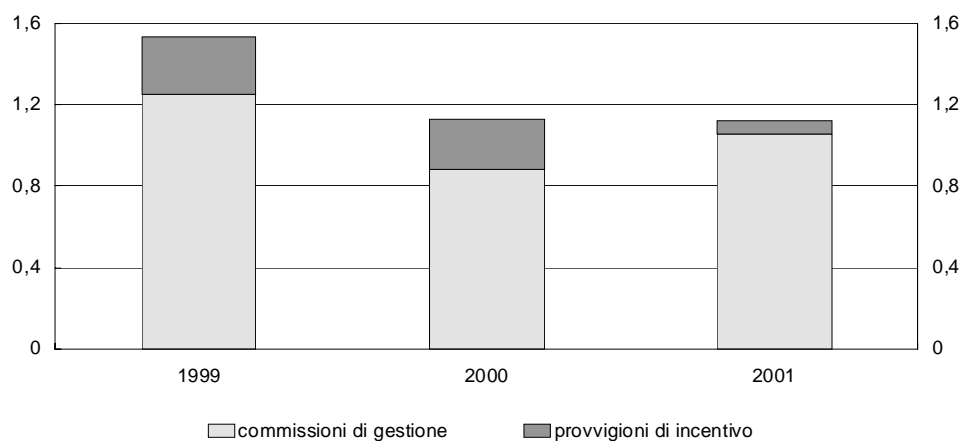


(1) Asse verticale: rendimento; asse orizzontale: deviazione standard.

Fig. D19

**FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI:
COMMISSIONI DI GESTIONE E DI INCENTIVAZIONE (1)**

(valori percentuali)



(1) Media semplice dei valori relativi ai singoli fondi, pari al rapporto percentuale tra le commissioni e la media annua del patrimonio netto.

Per la prima volta dalla fine degli anni ottanta i fondi comuni italiani hanno effettuato vendite nette di titoli, per oltre 13,0 miliardi di euro, che hanno riflesso soprattutto consistenti disinvestimenti netti in azioni (18,1 miliardi; tav. D20). Le vendite nette di titoli di Stato italiani si sono ridotte

sensibilmente rispetto ai due anni precedenti, ammontando a 3,3 miliardi di euro; in particolare, i fondi comuni hanno continuato a ridurre i BTP e i CTZ, mentre sono tornati ad acquistare i CCT e, soprattutto, i BOT. Sono ripresi gli acquisti netti di titoli di Stato e obbligazioni esteri, dopo la battuta d'arresto registrata nel 2000. Dopo quattro anni di cospicui investimenti netti (pari in media annua a 28,1 miliardi), i fondi comuni italiani hanno effettuato vendite nette di azioni estere per 12,4 miliardi.

Come riflesso del calo delle quotazioni azionarie e dei forti smobilizzi, nel corso del 2001 il peso delle azioni italiane è sceso dal 10,6 al minimo storico del 7,1 per cento, quello delle azioni estere si è ridotto dal 32,4 al 27,8 per cento, riportandosi sul livello della fine del 1999. La quota dei titoli pubblici italiani è aumentata di quasi tre punti percentuali, al 33,3 per cento, quella di titoli di Stato degli altri paesi dell'area dell'euro è salita di quattro punti percentuali, al 14,1 per cento (tav. D23). La quota in portafoglio delle attività denominate in euro è salita al 71,6 per cento.

Tav. D23

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

| Voci | Titoli in euro | | | Titoli in valute esterne all'area dell'euro | | | Totale portafoglio (2) | | |
|---------------------------------------|----------------|--------------|--------------|--|--------------|--------------|------------------------|--------------|--------------|
| | 1999 | 2000 | 2001 | 1999 | 2000 | 2001 | 1999 | 2000 | 2001 |
| Titoli di Stato e obbligazioni | | | | | | | | | |
| Emittenti italiani | | | | | | | | | |
| Settore pubblico | 160,6 | 124,9 | 120,3 | 2,0 | 2,2 | 2,9 | 162,7 | 127,1 | 123,2 |
| Banche | 4,9 | 5,3 | 5,3 | 0,1 | 0,1 | .. | 4,9 | 5,3 | 5,3 |
| Imprese | 2,1 | 2,3 | 4,6 | .. | .. | .. | 2,1 | 2,3 | 4,6 |
| Emittenti esteri | | | | | | | | | |
| Area dell'euro | 55,4 | 54,2 | 65,8 | 1,6 | 1,4 | 1,6 | 57,1 | 55,7 | 67,4 |
| di cui: titoli di Stato | 42,7 | 41,8 | 52,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 42,9 | 42,0 | 52,3 |
| Altri | 14,3 | 12,9 | 13,7 | 37,4 | 34,7 | 26,6 | 51,8 | 47,6 | 40,3 |
| Azioni | | | | | | | | | |
| Emittenti italiani | 44,6 | 44,2 | 26,1 | .. | .. | .. | 44,6 | 44,3 | 26,1 |
| Emittenti esteri | | | | | | | | | |
| Area dell'euro | 36,1 | 42,7 | 28,8 | 0,6 | 0,6 | 1,5 | 36,6 | 43,2 | 30,3 |
| Altri | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 88,6 | 91,8 | 72,5 | 88,6 | 91,9 | 72,5 |
| Totale | 318,1 | 286,6 | 264,6 | 130,3 | 130,8 | 105,1 | 448,5 | 417,4 | 369,8 |

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Differisce da quello della tavola D20, in quanto non comprende la voce "altre attività finanziarie".

Alla fine del 2001 i fondi comuni italiani detenevano titoli di Stato e obbligazioni di paesi emergenti per 3,5 miliardi di euro. L'incidenza sul patrimonio netto dei soli fondi che detenevano questi titoli era pari a circa il 3,3 per cento, dal 3,8 di fine 2000. I paesi emergenti di gran lunga più rappresentati nel portafoglio obbligazionario dei fondi italiani sono il Messico, il Brasile e la Russia: l'incidenza sul totale dei titoli di paesi emergenti era pari, rispettivamente, al 26,0, al 14,4 e all'11,7 per cento. Nell'ultimo triennio la distribuzione geografica dei titoli è mutata sensibilmente, a causa sia delle scelte dei gestori sia delle oscillazioni dei corsi. Il peso dei titoli dell'Argentina su quelli complessivi dei paesi emergenti, che all'inizio del 1999 era il più elevato, pari al 23,4 per cento, nel corso del 2000 era già sceso al 12,4, per ridursi al 2,4 alla fine del 2001.

Le gestioni di patrimoni mobiliari

La raccolta netta delle gestioni patrimoniali è ammontata a 27,4 miliardi di euro, in lieve calo rispetto all'anno precedente (33,1 miliardi; tav. D24). È ulteriormente cresciuta la raccolta netta delle gestioni operate dalle SGR (46,9 miliardi, contro 40,5 nel 2000), mentre si è intensificato il deflusso di risparmio dalle gestioni delle banche (-22,5 miliardi di euro, contro -7,3 nel 2000). L'andamento divergente della raccolta delle banche e delle SGR riflette in parte la tendenza dei gruppi bancari a concentrare presso le SGR l'attività di gestione individuale.

Le attività complessivamente amministrate si sono attestate a 410,3 miliardi di euro, con un aumento del 4,6 per cento rispetto all'anno precedente. Nel corso dell'anno la quota di mercato delle banche è scesa dal 54,4 al 44,8 per cento, a vantaggio delle SGR (dal 35,6 al 45,6 per cento); è rimasta stabile quella delle SIM (attorno al 10,0 per cento).

Nel 2001 il risultato finanziario delle gestioni (misurato dall'incremento del patrimonio netto depurato dal flusso della raccolta, che approssima il rendimento della gestione nell'ipotesi di un integrale reinvestimento delle cedole maturate) è stato negativo (-2,5 per cento, contro -0,8 nel 2000). Il risultato più basso è stato conseguito dalle gestioni delle SIM (-6,7 per cento), quello più elevato dalle SGR (-0,4 per cento).

Nel portafoglio titoli è aumentata significativamente la quota di attività meno rischiose; alla fine del 2001 i titoli di Stato e le obbligazioni italiani rappresentavano il 39,5 per cento del portafoglio complessivo (31,9 per cento nel 2000). È invece sceso dal 54,1 al 48,1 per cento il peso dei fondi comuni.

Nelle gestioni delle banche e delle SIM, la riduzione della quota di portafoglio dei fondi comuni italiani è andata a vantaggio di quella dei fondi comuni esteri, salita dal 10,4 al 16,8 per cento per le gestioni bancarie e dal 31,9 al 45,4 per quelle delle SIM. Nelle ge-

zioni delle SGR, la riduzione della quota di portafoglio dei fondi comuni italiani è stata invece compensata da un incremento di quella dei titoli di Stato e delle obbligazioni italiani.

Tav. D24

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

| Voci | 1999 | 2000 | 2001 (2) | 1999 | 2000 | 2001 (2) |
|--|---------------------|---------------|---------------|--|----------------|----------------|
| | Flussi netti | | | Consistenze di fine periodo (composizione percentuale) | | |
| Titoli di Stato e obbligazioni italiani | -813 | -3.561 | 19.880 | 36,3 | 31,9 | 39,5 |
| A breve termine e indicizzati .. | 4.743 | -2.601 | 3.170 | 10,6 | 7,7 | 8,3 |
| BOT | 4.364 | -523 | 2.645 | 1,2 | 0,6 | 0,6 |
| CCT | 971 | -2.078 | 525 | 9,4 | 7,1 | 7,7 |
| A medio e a lungo termine ... | -5.556 | -960 | 16.710 | 25,7 | 24,2 | 31,2 |
| CTZ | -1.693 | -392 | -398 | 1,5 | 1,2 | 0,9 |
| BTP | -1.632 | -625 | 16.274 | 17,9 | 16,4 | 21,2 |
| Altri titoli di Stato | -1.406 | 57 | -126 | 2,0 | 0,6 | 0,7 |
| Obbligazioni | -559 | .. | 961 | 4,3 | 6,0 | 8,4 |
| Azioni italiane | 77 | -1.272 | -3.191 | 5,8 | 5,8 | 5,3 |
| Quote di fondi comuni italiani | 11.065 | 15.516 | -6.802 | 41,5 | 44,7 | 35,6 |
| Titoli esteri | 16.643 | 18.008 | 6.903 | 15,7 | 17,0 | 19,0 |
| Titoli di Stato e obbligazioni .. | 148 | -1.518 | 1.730 | 6,1 | 5,1 | 4,5 |
| Azioni | 3.231 | 1.729 | -2.180 | 3,5 | 2,5 | 2,0 |
| Quote di fondi comuni | 16.265 | 17.797 | 7.353 | 6,1 | 9,4 | 12,5 |
| Altre attività finanziarie | 130 | 1.909 | 1.857 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| Totale portafoglio ... | 30.102 | 30.600 | 18.647 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | |
| Raccolta netta | 53.699 | 33.087 | 27.435 | - | - | - |
| Banche | 14.902 | -7.303 | -22.485 | - | - | - |
| SIM | 13.092 | -110 | 3.039 | - | - | - |
| SGR | 25.705 | 40.500 | 46.881 | - | - | - |
| Portafoglio | - | - | - | 357.347 | 381.644 | 398.502 |
| Totale attività gestite | - | - | - | 370.292 | 392.112 | 410.305 |

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

Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione

Le compagnie di assicurazione. - La raccolta premi delle compagnie di assicurazione è cresciuta a un ritmo lievemente più sostenuto rispetto all'anno precedente (12,7 per cento). I premi sono aumentati del 16,4 per cento nel ramo vita e del 7,3 nel ramo danni (tav. D25).

**COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE IN ITALIA:
PRINCIPALI ATTIVITÀ E PASSIVITÀ (1)**
(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)

| Anni | Attività | | | | | | Passività | | Per memoria: raccolta premi (5) |
|-------------------|-------------------------|------------|-----------------------|----------|--------------------|---------|----------------------|------------------|---------------------------------------|
| | Depositi e contante (2) | Titoli (2) | Mutui e annualità (3) | Immobili | Altri attivi netti | Totale | Riserve tecniche (4) | Patrimonio netto | |
| Ramo vita | | | | | | | | | |
| 1999 | 2.237 | 144.207 | 739 | 2.232 | 4.121 | 153.536 | 137.627 | 15.909 | 35.597 |
| 2000 | 4.535 | 174.008 | 953 | 2.174 | 4.069 | 185.739 | 166.959 | 18.780 | 39.784 |
| 2001 (6) .. | 4.518 | 197.294 | 943 | 1.892 | 7.245 | 211.892 | 192.337 | 19.555 | 46.328 |
| Ramo danni | | | | | | | | | |
| 1999 | 1.680 | 42.578 | 268 | 6.207 | 8.683 | 59.416 | 45.851 | 13.565 | 26.246 |
| 2000 | 1.825 | 47.907 | 313 | 6.161 | 9.034 | 65.240 | 49.524 | 15.716 | 27.875 |
| 2001 (6) .. | 2.823 | 54.493 | 363 | 5.907 | 3.707 | 67.293 | 51.669 | 15.624 | 29.920 |
| Totale | | | | | | | | | |
| 1999 | 3.917 | 186.785 | 1.007 | 8.439 | 12.804 | 212.952 | 183.478 | 29.474 | 61.843 |
| 2000 | 6.360 | 221.915 | 1.266 | 8.335 | 13.103 | 250.979 | 216.483 | 34.496 | 67.659 |
| 2001 (6) .. | 7.341 | 251.787 | 1.306 | 7.799 | 10.952 | 279.185 | 244.006 | 35.179 | 76.248 |

Fonte: Elaborazioni su dati Isvap e ANIA.
(1) Sono escluse le rappresentanze di imprese con sede in paesi UE, mentre sono incluse quelle di imprese con sede in paesi extra UE. - (2) In lire, in euro e in altre valute; sono incluse le attività affidate alle gestioni patrimoniali. - (3) Al netto delle corrispondenti voci passive. - (4) Al netto delle cessioni per riassicurazioni. - (5) Dati relativi al lavoro diretto italiano; includono i premi incassati dalle sedi secondarie nei paesi della UE. - (6) Dati parzialmente stimati.

Alla fine del 2001 le compagnie di assicurazione con sede legale in Italia erano 202, di cui 84 nel ramo vita, 95 nel ramo danni, 19 in entrambi e 4 che svolgevano esclusivamente attività di riassicurazione. Nel 2001 il numero delle compagnie è aumentato di due unità, invertendo la tendenza al calo degli anni precedenti.

I premi delle polizze collegate con fondi d'investimento (*unit-linked*) o indici di mercato (*index-linked*) sono cresciuti a un ritmo sensibilmente inferiore a quello dell'anno passato (6,3, contro 47,9 per cento); la loro quota sulla raccolta totale del ramo vita è scesa dal 55,8 al 51,0 per cento. I premi delle polizze vita tradizionali, che investono in titoli obbligazionari una quota elevata del portafoglio, sono invece aumentati a un ritmo sostenuto (21,6 per cento).

L'Isvap ha recentemente introdotto modifiche di rilievo alla disciplina delle polizze index-linked e unit-linked. La nuova normativa è volta a migliorare la trasparenza dell'informazione fornita agli assicurati con riguardo, in particolare, ai costi della gestione, al meccanismo di indicizzazione e al profilo di rischio e rendimento dell'investimento. La nuova disciplina introduce inoltre norme prudenziali per la gestione del rischio di credito e per la corretta valutazione delle attività in portafoglio.

Nel 2001 la quota dei premi del ramo vita raccolti per il tramite degli sportelli bancari è passata dal 54,1 al 58,0 per cento (cfr. il capitolo della sezione E: Struttura del sistema finanziario). Da un'indagine condotta presso 395 banche risulta che, nel 2001, 88 compagnie del ramo vita avevano stipulato accordi per la vendita dei propri prodotti attraverso gli sportelli bancari. Poco più di un quarto delle polizze è stato introdotto sul mercato nell'ultimo anno, quasi il 70 per cento negli ultimi tre. La quota massima del rendimento trattenuta dalle compagnie è rimasta relativamente stabile (in media pari all'8,0 per cento).

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione hanno continuato a crescere a un ritmo elevato (12,7 per cento). In soli cinque anni il loro ammontare è più che raddoppiato a 244,0 miliardi di euro. Nel 2001 il tasso di crescita delle riserve nel ramo vita è sceso al 15,2 per cento, dal 21,3 del 2000; nel ramo danni al 4,3 dall'8,0 per cento. Tra le poste dell'attivo, sono complessivamente aumentati sia gli investimenti in titoli (da 221,9 a 251,8 miliardi di euro) sia quelli in attività liquide (da 6,4 a 7,3 miliardi di euro).

Nel 2001 la quota del portafoglio titoli delle compagnie di assicurazione investita in titoli pubblici, che nel biennio 1999-2000 era scesa di tredici punti percentuali, è leggermente salita, dal 40,4 al 42,4 per cento (tav. D26). Quella investita in azioni si è invece ridotta dal 19,9 al 17,0 per cento. A differenza degli anni passati, il peso degli investimenti in quote di fondi comuni è rimasto pressoché costante, al 12,4 per cento.

Tav. D26

COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE IN ITALIA: PORTAFOGLIO TITOLI (1)
(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)

| Anni | Titoli in euro | | | | | Titoli in valute esterne all'area dell'euro | | Quote di fondi comuni | Totale |
|-------------------|--------------------------------|--------------|---------|------------|---------|---|-------|-----------------------|---------|
| | Titoli pubblici e obbligazioni | | | Azioni (2) | Totale | di cui: azioni (2) | | | |
| | Titoli pubblici | Obbligazioni | Totale | | | | | | |
| Ramo vita | | | | | | | | | |
| 1999 . . | 65.205 | 35.645 | 100.850 | 18.463 | 119.313 | 10.951 | 3.198 | 13.943 | 144.207 |
| 2000 . . | 69.928 | 45.816 | 115.744 | 22.810 | 138.554 | 9.575 | 3.283 | 25.879 | 174.008 |
| 2001 (3) | 84.263 | 55.220 | 139.483 | 18.649 | 158.132 | 9.232 | 3.184 | 29.930 | 197.294 |
| Ramo danni | | | | | | | | | |
| 1999 . . | 18.479 | 6.648 | 25.127 | 14.445 | 39.572 | 2.358 | 796 | 648 | 42.578 |
| 2000 . . | 19.692 | 7.783 | 27.475 | 16.986 | 44.461 | 2.354 | 1.039 | 1.092 | 47.907 |
| 2001 (3) | 22.385 | 8.720 | 31.105 | 19.507 | 50.612 | 2.565 | 1.414 | 1.316 | 54.493 |
| Totale | | | | | | | | | |
| 1999 . . | 83.684 | 42.293 | 125.977 | 32.908 | 158.885 | 13.309 | 3.994 | 14.591 | 186.785 |
| 2000 . . | 89.620 | 53.599 | 143.219 | 39.796 | 183.015 | 11.929 | 4.322 | 26.971 | 221.915 |
| 2001 (3) | 106.648 | 63.940 | 170.588 | 38.156 | 208.744 | 11.797 | 4.598 | 31.246 | 251.787 |

Fonte: Elaborazioni su dati Isvap e ANIA.

(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. Sono escluse le rappresentanze di imprese con sede in paesi UE, mentre sono incluse quelle di imprese con sede in paesi extra-UE. - (2) Compresa le partecipazioni. - (3) Dati parzialmente stimati.

I fondi pensione e gli enti di previdenza. – Alla fine del 2001 le risorse gestite dai fondi pensione e dagli enti di previdenza esterni all'INPS hanno sfiorato gli 80 miliardi di euro, in crescita del 2,1 per cento rispetto all'anno precedente (tav. D27). Le attività degli enti di previdenza sono aumentate dell'1,1 per cento, a 45,4 miliardi. Il patrimonio complessivo dei fondi pensione è cresciuto a un ritmo più elevato, pari al 3,6 per cento, raggiungendo i 34,1 miliardi di euro. Quello dei fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993 è quasi raddoppiato, portandosi a 3,2 miliardi; la sua incidenza sul patrimonio complessivo dei fondi pensione è salita al 9,5 per cento (5,3 nel 2000). La crescita dei nuovi fondi pensione ha interessato sia i fondi negoziali (il cui patrimonio è salito da 1,2 a 2,3 miliardi) sia quelli aperti.

Tav. D27

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

(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)

| Voci | 2000 | | | | 2001 (2) | | | |
|--|------------------------|--|------------------------------------|---------------|------------------------|--|------------------------------------|---------------|
| | Enti di previdenza (3) | Fondi pensione (4) | | Totale | Enti di previdenza (3) | Fondi pensione (4) | | 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 | 12.552 | 1.177 | 294 | 14.024 | 12.678 | 2.483 | 742 | 15.903 |
| Obbligazioni | 6.911 | 15.228 | 925 | 23.064 | 7.100 | 14.467 | 1.579 | 23.146 |
| di cui: | | | | | | | | |
| <i>titoli pubblici</i> (5) | 4.743 | 5.358 | | 10.101 | 4.837 | 4.329 | | 9.167 |
| Azioni | 850 | 5.894 | 358 | 7.102 | 817 | 5.261 | 614 | 6.693 |
| Quote di fondi comuni | 333 | 2.270 | 163 | 2.766 | 310 | 1.858 | 286 | 2.454 |
| Mutui e altre attività finanziarie | 3.385 | 2.061 | 2 | 5.448 | 3.192 | 2.265 | 7 | 5.464 |
| Immobili | 20.852 | 4.563 | - | 25.415 | 21.270 | 4.548 | - | 25.818 |
| Totale attività | 44.884 | 31.193 | 1.742 | 77.820 | 45.366 | 30.882 | 3.228 | 79.477 |

(1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. – (2) Dati provvisori. – (3) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (4) Sono inclusi i fondi pensione per i dipendenti della Banca d'Italia e dell'Ufficio Italiano Cambi. – (5) Per i fondi istituiti prima della riforma del 1993, il dato si riferisce ai soli intermediari vigilati dalla Banca d'Italia.

Sulla base dei dati della Covip, alla fine del 2001 erano autorizzati a operare 27 fondi pensione negoziali e 94 aperti (rispettivamente, 23 e 85 nel 2000). Il numero di iscritti ai fondi negoziali è salito del 14,1 per cento, a 1.010.000 unità. Gli iscritti ai fondi aperti sono aumentati a un ritmo molto elevato, pari al 28,8 per cento, ma il loro numero complessivo rimane limitato (287.000 unità). Ai fondi pensione aperti istituiti dalle SGR fa capo il 55,0 per cento degli iscritti del comparto (55,1 nel 2000), a quelli delle assicurazioni e delle banche il 20,4 e il 19,4 per cento rispettivamente (19,4 e 19,6 nel 2000).

Sulla base dei dati dell'Ania, alla fine del 2001 le riserve tecniche relative alle polizze assicurative connesse con piani di previdenza individuali, introdotti dalla normativa nel gennaio dello stesso anno (cfr. il capitolo: Gli investitori istituzionali nella Relazione sull'anno 2000), erano pari a 156 milioni di euro; esse rappresentavano il 4,8 per cento del patrimonio dei fondi pensione istituiti con la riforma del 1993 e il 16,5 per cento di quello dei soli fondi aperti.

Nell'attivo degli enti di previdenza il peso della liquidità e dei titoli di Stato si è mantenuto poco al di sotto del 39 per cento; la quota investita in immobili, che nel biennio 1999-2000 si era ridotta di quasi sette punti percentuali, è lievemente risalita, al 46,9 per cento.

Per i fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993 l'incidenza in portafoglio delle attività liquide è raddoppiata (all'8,0 per cento), mentre quella delle obbligazioni e delle quote di fondi comuni si è ridotta, rispettivamente dal 48,8 al 46,8 per cento e dal 7,3 al 6,0 per cento; l'incidenza delle azioni è scesa dal 18,9 al 17,0 per cento.

Per le due tipologie di fondi pensione introdotte dalla legge del 1993 si è accentuata la differenziazione dei portafogli. Limitando il confronto alle risorse finanziarie che alla fine del 2001 risultavano già investite, nell'attivo dei fondi negoziali la percentuale di depositi è salita nell'anno dal 4,9 al 7,0 per cento, mentre quelle di obbligazioni e di azioni sono scese entrambe, rispettivamente dal 73,6 al 73,1 per cento e dal 20,2 al 18,5 per cento. Tra le attività finanziarie dei fondi pensione aperti, invece, la quota dei depositi si è dimezzata (al 6 per cento), mentre sono aumentati sia il peso delle obbligazioni (dal 28,9 al 31,1) sia quello delle azioni (dal 28,4 al 31,9).

IL MERCATO DEI VALORI MOBILIARI

Nel 2001 i corsi azionari in Italia hanno subito una progressiva riduzione. La caduta delle quotazioni verificatasi in settembre, dopo gli attentati terroristici negli Stati Uniti, è stata recuperata nel corso dell'ultimo trimestre. L'indice generale della borsa italiana ha registrato nell'anno una flessione più pronunciata rispetto agli altri paesi dell'area. Le perdite dei titoli quotati sul Nuovo Mercato sono state ragguardevoli, pur rimanendo inferiori a quelle riscontrate negli altri circuiti europei riservati alle imprese ad alta tecnologia. Il numero di società che hanno fatto ingresso in borsa si è ridotto considerevolmente. Alla fine dello scorso marzo la capitalizzazione della borsa italiana era scesa al di sotto del 50 per cento del PIL.

I tassi d'interesse a medio e a lungo termine hanno registrato movimenti contenuti attorno al livello del 5 per cento; nella seconda metà di settembre si sono avute oscillazioni di maggiore ampiezza, rapidamente rientrate. Si è ridotto il differenziale d'interesse tra i titoli pubblici decennali italiani e tedeschi. Le emissioni nette di titoli di Stato italiani sono più che raddoppiate rispetto al 2000. La durata finanziaria dei titoli in circolazione si è mantenuta intorno ai tre anni e quattro mesi.

Il ricorso al finanziamento obbligazionario da parte di banche e imprese italiane si è ulteriormente intensificato, anche a causa del forte sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione. È scesa lievemente la quota di titoli collocata sul mercato internazionale. Il differenziale di rendimento tra le obbligazioni private e i titoli di Stato, che si era ampliato significativamente dopo gli attentati di settembre, ha cominciato a ridimensionarsi dagli ultimi mesi del 2001.

I titoli del settore pubblico

L'offerta e la domanda di titoli. - Nel 2001 le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono più che raddoppiate (31,4 miliardi di euro, contro 14,5 miliardi nel 2000; tav. D28); l'aumento ha compensato i minori introiti da dismissioni, che nel 2000 includevano i proventi delle licenze UMTS (cfr. il capitolo della sezione C: *La politica di bilancio del 2001*).

EMISSIONI DI TITOLI DI STATO E DI OBBLIGAZIONI IN ITALIA (1)
(valori in milioni di euro)

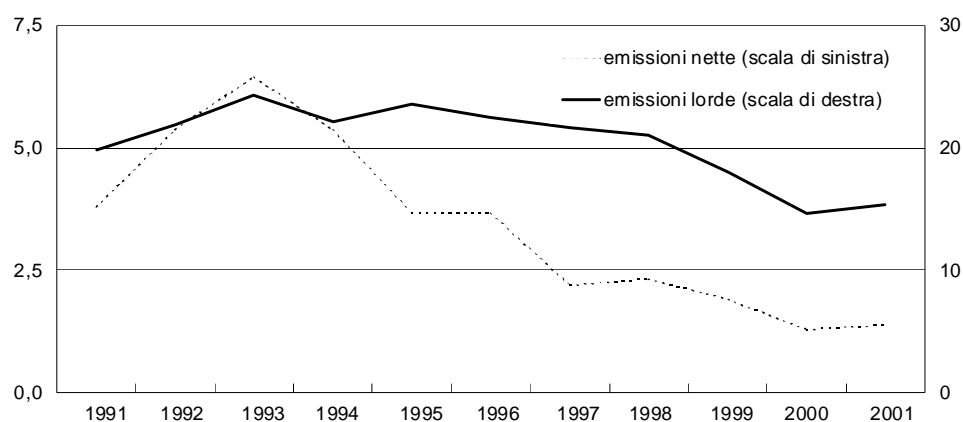
| Emittenti | Emissioni lorde | | | Emissioni nette | | | Consistenze (2) | | |
|--|-----------------|----------------|----------------------|-----------------|----------------|----------------------|------------------|------------------|-------------------|
| | 2000 | 2001 | I° trim. 2002 (3) | 2000 | 2001 | I° trim. 2002 (3) | 2000 | 2001 | Marzo 2002 (3) |
| Settore pubblico | 347.836 | 397.447 | 140.424 | 14.487 | 31.423 | 41.202 | 1.119.540 | 1.151.881 | 1.194.559 |
| BOT | 164.650 | 188.677 | 63.471 | -17.550 | 11.717 | 15.049 | 102.093 | 113.810 | 128.858 |
| CTZ | 33.317 | 35.528 | 13.991 | -22.462 | -16.476 | 5.978 | 62.415 | 48.577 | 55.561 |
| CCT (4) | 19.870 | 28.330 | 12.511 | -7.860 | -9.812 | 4.519 | 235.988 | 225.961 | 230.380 |
| BTP | 106.737 | 119.929 | 42.136 | 47.626 | 38.256 | 7.819 | 594.399 | 631.015 | 639.193 |
| CTE | .. | .. | .. | -1.744 | -1.500 | .. | 1.500 | .. | .. |
| Prestiti della Repubblica | 19.145 | 22.529 | 8.069 | 13.804 | 9.049 | 7.624 | 70.597 | 79.780 | 87.616 |
| Altri | 4.117 | 2.454 | 246 | 2.674 | 189 | 214 | 52.548 | 52.738 | 52.951 |
| Banche | 86.915 | 95.777 | 22.833 | 30.585 | 31.834 | 10.003 | 302.481 | 334.672 | 344.766 |
| Imprese | 22.972 | 56.052 | 8.059 | 18.112 | 52.037 | 7.855 | 82.280 | 132.411 | 136.593 |
| Totale ... | 457.723 | 549.277 | 171.315 | 63.184 | 115.294 | 59.060 | 1.504.302 | 1.618.965 | 1.675.918 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | | |
| Riacquisti di titoli di Stato (5) | 11.336 | 13.244 | .. | - | - | - | - | - | - |
| <i>Composizione percentuale (6)</i> | | | | | | | | | |
| Settore pubblico | 76,0 | 72,4 | 82,0 | 22,9 | 27,3 | 69,8 | 74,4 | 71,1 | 71,3 |
| BOT | 47,3 | 47,5 | 45,2 | -121,1 | 37,3 | 36,5 | 9,1 | 9,9 | 10,8 |
| CTZ | 9,6 | 8,9 | 10,0 | -155,0 | -52,4 | 14,5 | 5,6 | 4,2 | 4,7 |
| CCT (4) | 5,7 | 7,1 | 8,9 | -54,3 | -31,2 | 11,0 | 21,1 | 19,6 | 19,3 |
| BTP | 30,7 | 30,2 | 30,0 | 328,7 | 121,7 | 19,0 | 53,1 | 54,8 | 53,5 |
| CTE | .. | .. | .. | -12,0 | -4,8 | .. | 0,1 | .. | .. |
| Prestiti della Repubblica | 5,5 | 5,7 | 5,7 | 95,3 | 28,8 | 18,5 | 6,3 | 6,9 | 7,3 |
| Altri | 1,2 | 0,6 | 0,2 | 18,5 | 0,6 | 0,5 | 4,7 | 4,7 | 4,4 |
| Banche | 19,0 | 17,4 | 13,3 | 48,4 | 27,6 | 16,9 | 20,1 | 20,7 | 20,6 |
| Imprese | 5,0 | 10,2 | 4,7 | 28,7 | 45,1 | 13,3 | 5,5 | 8,2 | 8,2 |
| 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>39,3</i> | <i>45,1</i> | <i>14,0</i> | <i>5,4</i> | <i>9,5</i> | <i>4,8</i> | <i>129,2</i> | <i>133,1</i> | <i>136,7</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.

Anche nell'area dell'euro nel suo complesso le emissioni nette di titoli di Stato sono tornate a crescere, per la prima volta dal 1994 (12 per cento circa rispetto al 2000). Sono aumentati soprattutto i collocamenti netti di titoli a breve termine, divenuti positivi per la prima volta dal 1996. Le emissioni lorde complessive sono cresciute di oltre l'8 per cento, passando dal 14,7 al 15,3 per cento del PIL (fig. D20). Il rapporto tra la consistenza complessiva dei titoli di Stato in circolazione e il PIL si è ridotto per il terzo anno consecutivo, dal 53,6 al 53,0 per cento.

Fig. D20

EMISSIONI DI TITOLI DI STATO NELL'AREA DELL'EURO (1)
(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.
(1) I dati si riferiscono alle sole emissioni di titoli denominati in euro e nelle valute in esso confluite.

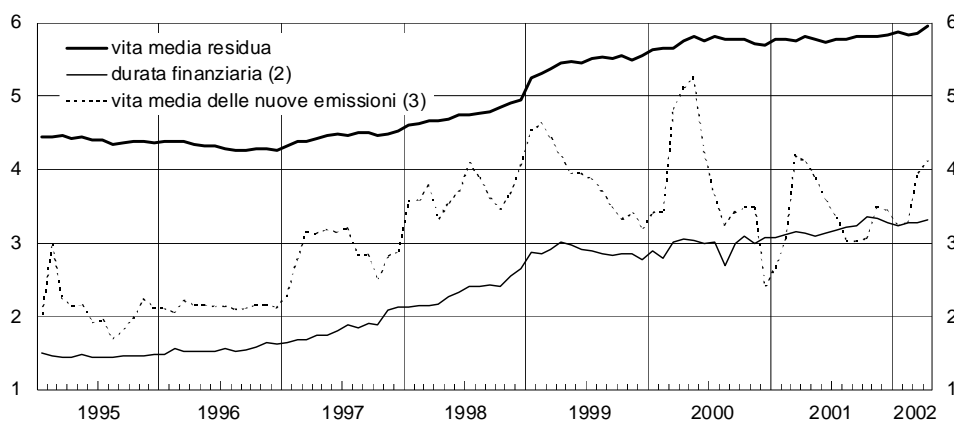
Con l'accentuarsi della pendenza della curva per scadenza dei tassi d'interesse, il Ministero dell'Economia italiano ha aumentato l'offerta di titoli a breve termine. Le emissioni nette di BOT sono ammontate a 11,7 miliardi di euro, contro rimborsi netti per 17,6 miliardi nel 2000. Si sono invece ridotti i collocamenti netti di BTP (38,3 miliardi, contro 47,6) e di prestiti della Repubblica (9,0 miliardi, contro 13,8); sono aumentati i rimborsi netti di CCT (9,8 miliardi, contro 7,9). Nonostante la ripresa delle emissioni nette di BOT, la durata finanziaria dei titoli di Stato in circolazione è salita lievemente, da 3 anni e un mese a 3 anni e 3 mesi; la vita media residua è aumentata a 5 anni e 10 mesi (da 5 anni e 8 mesi alla fine del 2000; fig. D21). Alla fine dello scorso dicembre le quote di BTP e di BOT sul totale dei titoli del settore pubblico hanno subito un modesto incremento rispetto a un anno prima, rispettivamente dal 53,1 al 54,8 e dal 9,1 al 9,9 per cento; l'incidenza dei CCT è invece calata dal 21,1 al 19,6 per cento.

Le banche, i fondi comuni e le famiglie sono tornati a effettuare consistenti acquisti netti di BOT (tav. D29). Nel comparto dei BTP sono proseguiti, pur dimezzandosi, gli acquisti netti da parte degli investitori esteri (26,2 miliardi di euro), mentre le banche e i fondi comuni hanno effettuato vendite nette (4,4 e 8,5 miliardi, rispettivamente). Gli acquisti di titoli pubblici degli

operatori esteri sono diminuiti, complessivamente, da 67,1 miliardi nel 2000 a 16,7; alla fine del 2001, la quota di titoli pubblici detenuti dai non residenti era pari al 42,1 per cento.

Fig. D21

**VITA MEDIA DELLA CONSISTENZA E DELLE NUOVE EMISSIONI
DI TITOLI DI STATO ITALIANI (1)**
(dati mensili; valori in anni)



(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Calcolata sui titoli quotati all'MTS. - (3) Media mobile dei 3 mesi terminanti nel mese indicato.

I tassi di interesse. - Nel 2001 i rendimenti a medio e a lungo termine nell'area dell'euro sono rimasti relativamente stabili, oscillando attorno al 5,0 per cento sulla scadenza decennale (fig. D22). I movimenti nel corso dell'anno sono in larga misura riconducibili ai mutamenti delle aspettative sulla durata e sull'intensità della fase di rallentamento ciclico dell'economia mondiale.

Rimasti stabili nel primo trimestre dell'anno, nei due mesi successivi i rendimenti a medio e a lungo termine sono lievemente aumentati in seguito all'emergere di attese di un rallentamento ciclico meno intenso del previsto. Gli attacchi terroristici negli Stati Uniti hanno nuovamente spinto verso il basso i tassi d'interesse sui titoli pubblici, anche in seguito alla preferenza accordata dai risparmiatori alle attività finanziarie meno rischiose. I tassi toccavano in novembre i valori minimi (4,6 per cento per il BTP decennale). Nella parte finale dell'anno, l'esito delle operazioni militari in Afghanistan e il miglioramento delle prospettive congiunturali sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro sospingevano nuovamente al rialzo i rendimenti; alla fine dell'anno il tasso sul BTP decennale si collocava intorno al 5,2 per cento. La risalita dei tassi a medio e a lungo termine è proseguita nel primo quadrimestre del 2002, favorita dall'intensificarsi dei segnali di ripresa ciclica.

La volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale è aumentata fortemente nella seconda metà del 2001, per poi ridiscendere nei primi mesi del 2002 (fig. D23).

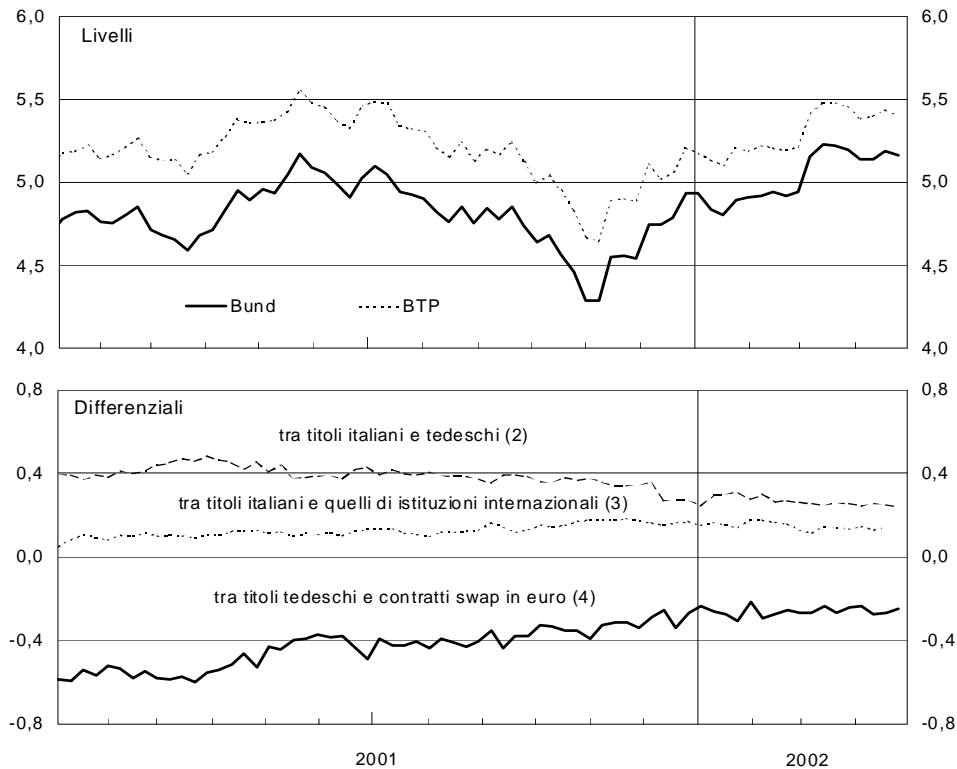
ACQUISTI NETTI E CONSISTENZE DI TITOLI IN ITALIA⁽¹⁾
(valori in milioni di euro)

| Sottoscrittori | Settore pubblico | | | | | | Obbligazioni | Totale settore pubblico e obbligazioni | Azioni quotate italiane |
|---|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|--|-------------------------|
| | BOT | CTZ | CCT | BTP | Altri (2) | Totale | | | |
| Acquisti netti (valori) | | | | | | | | | |
| 2000 | | | | | | | | | |
| Banca d'Italia-UIC | 74 | .. | 3.301 | -984 | 1.174 | 3.565 | -4 | 3.561 | 231 |
| Banche | -9.676 | -1.491 | -8.388 | -11.733 | 294 | -30.994 | 3.745 | -27.249 | 4.592 |
| Ist. di assicurazione | -407 | -606 | 4.219 | 2.820 | 242 | 6.268 | 6.215 | 12.483 | 3.328 |
| Fondi comuni | -2.890 | -11.481 | -11.150 | -5.307 | -242 | -31.070 | 553 | -30.517 | 49 |
| Eestero (3) | -3.041 | -14.551 | 16.075 | 55.839 | 12.791 | 67.113 | .... | 67.113 | -1.714 |
| Altri investitori (4) . | -1.610 | 5.667 | -11.917 | 6.991 | 474 | -395 | 38.188 | 37.793 | 2.663 |
| Totale ... | -17.550 | -22.462 | -7.860 | 47.626 | 14.733 | 14.487 | 48.697 | 63.184 | 9.148 |
| 2001 | | | | | | | | | |
| Banca d'Italia-UIC | -78 | -200 | 1.921 | 345 | 1 | 1.989 | 6 | 1.995 | 201 |
| Banche | 4.181 | -4.360 | -5.058 | -4.385 | -522 | -10.144 | 3.660 | -6.484 | -8.270 |
| Ist. di assicurazione | -174 | -112 | 698 | 15.485 | -21 | 15.876 | 3.480 | 19.356 | -594 |
| Fondi comuni | 9.936 | -5.841 | 1.124 | -8.528 | -181 | -3.490 | 2.135 | -1.355 | -1.787 |
| Eestero (3) | -5.287 | -3.172 | -10.480 | 26.227 | 9.404 | 16.692 | .... | 16.692 | -532 |
| Altri investitori (4) . | 3.139 | -2.791 | 1.983 | 9.112 | -943 | 10.500 | 74.590 | 85.090 | 17.153 |
| Totale ... | 11.717 | -16.476 | -9.812 | 38.256 | 7.738 | 31.423 | 83.871 | 115.294 | 6.171 |
| Consistenze (quote percentuali) | | | | | | | | | |
| Dicembre 2001 | | | | | | | | | |
| Banca d'Italia-UIC | 0,0 | 0,0 | 3,4 | 2,5 | 30,6 | 5,6 | 0,0 | 4,0 | 1,0 |
| Banche | 10,7 | 7,5 | 26,8 | 6,0 | 3,9 | 10,4 | 10,4 | 10,4 | 4,3 |
| Ist. di assicurazione | 0,3 | 1,1 | 9,7 | 12,2 | 2,8 | 9,0 | 5,8 | 8,1 | 3,6 |
| Fondi comuni | 12,7 | 8,5 | 11,5 | 11,8 | 2,1 | 10,6 | 2,3 | 8,2 | 4,5 |
| Eestero (3) | 49,0 | 46,0 | 19,0 | 45,0 | 60,6 | 42,1 | .... | .... | 14,8 |
| Altri investitori (4) . | 27,3 | 36,9 | 29,6 | 22,5 | .. | 22,3 | .... | .... | 71,8 |
| Totale ... | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Totale ... | 113.810 | 48.577 | 225.961 | 631.015 | 763.533 | 1.151.881 | 467.084 | 1.618.965 | 574.978 |

(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. - (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.

Fig. D22

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



Fonte: BRI.

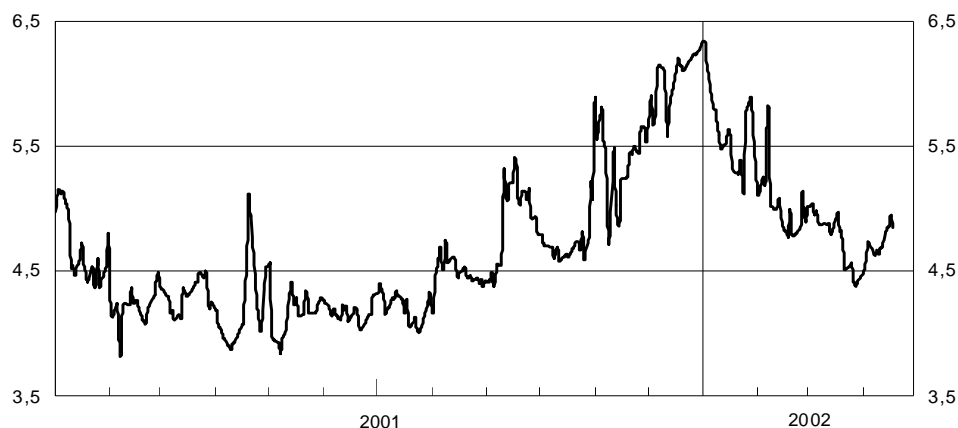
(1) Tassi benchmark. - (2) Differenziale tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente titolo Bund. - (3) Media semplice dei differenziali di rendimento tra prestiti della Repubblica e alcune obbligazioni BIRS con caratteristiche simili. - (4) Differenziale tra il Bund decennale e il tasso swap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

La struttura per scadenza della volatilità dei tassi d'interesse a termine in euro, desumibile dalle opzioni sui contratti swap di diversa durata, mostra come l'aumento dell'incertezza degli operatori manifestatosi nel corso del 2001 abbia interessato in misura minore gli orizzonti temporali più estesi. Alla fine del 2000 la volatilità dei tassi forward a un anno attesi dopo uno e cinque anni era pari, rispettivamente, al 13 e all'11 per cento. L'aumento registrato nel 2001 è stato più sostenuto per l'orizzonte più breve (alla metà di settembre le due misure erano salite, rispettivamente, al 27 e al 16 per cento). I due indicatori si sono mossi in misura diversa anche nella successiva fase di calo: ad aprile del 2002 la volatilità implicita del primo era al 18 per cento, mentre quella del secondo era tornata sui valori della fine del 2000. Per i tassi a termine in dollari, la struttura per scadenza della volatilità implicita ha subito variazioni analoghe; la riduzione dell'incertezza nel primo quadrimestre del 2002 è stata tuttavia assai contenuta su tutte le scadenze.

I rendimenti reali a medio e a lungo termine, desunti dalle quotazioni dei titoli di Stato decennali francesi indicizzati ai prezzi al consumo, si sono mossi in linea con i tassi nominali, indicando aspettative di inflazione stabili; alla fine del 2001 si collocavano al 3,4 per cento, lo stesso livello di un anno prima.

Fig. D23

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.

Da maggio del 2001 la curva per scadenza dei tassi d'interesse dell'area dell'euro ha assunto un'inclinazione ascendente, rapidamente accentuatasi nella seconda metà dell'anno. Questo andamento ha riflesso, fino a ottobre, l'assai più marcata riduzione dei tassi ufficiali dell'Eurosistema rispetto a quella dei rendimenti a lungo termine; successivamente, il progressivo aumento di questi ultimi. Alla fine del 2001 l'inclinazione della curva, misurata dal differenziale tra il rendimento dei titoli decennali e il tasso sugli eurodepositi a tre mesi, aveva raggiunto 1,7 punti percentuali; è ulteriormente salita, attestandosi attorno a due punti, nel primo quadrimestre del 2002.

Il differenziale d'interesse tra il BTP a 10 anni e il corrispondente titolo tedesco si è gradualmente ridotto; alla fine dell'anno era pari a 0,27 punti percentuali, da 0,40 nel dicembre del 2000. Il calo del differenziale rispetto al Bund (registrato anche in Francia, Spagna e Belgio) è riconducibile al peggioramento dei conti pubblici in Germania e alle attese di maggiori emissioni di titoli di Stato tedeschi nel 2002.

Il mercato secondario. - Nel 2001 gli scambi medi giornalieri sul mercato telematico MTS sono aumentati del 16,5 per cento rispetto all'anno precedente, a 9,2 miliardi di euro (cfr. il capitolo della sezione G: *La sorveglianza sugli scambi*). I differenziali denaro-lettera si sono ridotti in tutti i comparti. Le contrattazioni pronti contro termine effettuate sull'apposito comparto dell'MTS hanno registrato un'ulteriore espansione (da 21,8 a 27,8 miliardi medi giornalieri). Sul mercato MOT della borsa italiana gli scambi medi giornalieri di titoli di Stato italiani si sono invece ridotti del 9 per cento, a 460 milioni di euro.

In agosto l'MTS ha avviato BondVision, un circuito riservato agli investitori istituzionali. Per il tramite di internet la clientela istituzionale può contattare diversi market-makers e, attraverso una procedura d'asta, negoziare con loro i titoli di Stato dell'area dell'euro.

Sul mercato londinese EuroMTS è proseguita la crescita degli scambi medi giornalieri di titoli di Stato dell'area dell'euro, che hanno raggiunto i 3,8 miliardi di euro (20,0 per cento in più rispetto all'anno precedente). La quota degli scambi relativi ai titoli italiani e tedeschi è scesa, rispettivamente, dal 48 al 42 per cento e dal 16 al 12, a vantaggio soprattutto di quella di titoli francesi e spagnoli (salita, rispettivamente, dal 16 al 17 e dal 7 al 12 per cento).

Lo scorso gennaio erano scambiati sull'EuroMTS 93 titoli; nell'aprile del 1999, quando il mercato cominciò a operare, i titoli quotati erano 40. Gli emittenti attualmente rappresentati nel listino sono tredici (dieci paesi dell'area dell'euro, una istituzione sovranazionale e due agenzie governative); erano tre nell'aprile del 1999. L'ampliamento del numero dei titoli negoziati è stato reso possibile dalle politiche di emissione adottate dai prenditori sovrani negli ultimi anni, basate sulla riduzione del numero di emissioni e sull'incremento degli importi collocati; ciò ha consentito di accrescere il numero di emissioni dotate dei requisiti dimensionali per la quotazione.

Nel 2001 in Europa, pur in presenza di un ulteriore aumento del numero di circuiti elettronici per la compravendita di titoli obbligazionari, si è avuta una prima, importante operazione di consolidamento tra sistemi concorrenti: lo scorso ottobre è stato stipulato un accordo, divenuto operativo in febbraio, tra la borsa elettronica Coredeal ed EuroMTS per negoziare titoli di debito internazionali attraverso una comune piattaforma di contrattazione.

I mercati dei derivati sui tassi di interesse. - Sul mercato Eurex di Francoforte, gli scambi medi giornalieri di futures sul Bund decennale sono aumentati del 23 per cento nel corso del 2001, raggiungendo i 76,5 miliardi di euro. Dalla metà dello scorso anno gli scambi di futures sul titolo di Stato decennale francese quotati al mercato Euronext di Parigi si sono drasticamente ridotti.

Secondo i dati forniti dalla BRI, nel 2001 il valore nozionale dei contratti futures su tassi d'interesse trattati presso le borse internazionali è aumentato del 15,2 per cento, a 9.100 miliardi di dollari circa; quello delle opzioni del 165 per cento, a 12.500 miliardi circa. Per le borse europee gli aumenti sono stati pari, rispettivamente, al 5,5 e al 107,4 per cento, per quelle nordamericane al 38,0 e al 195,7 per cento. Sui mercati over-the-counter, alla fine del primo semestre del 2001 la consistenza di swap di tasso d'interesse, opzioni su tassi d'interesse e forward rate agreements era nel complesso pari a 67.500 miliardi di dollari, con un aumento del 5,2 per cento rispetto a dodici mesi prima.

Il mercato delle obbligazioni di banche e imprese

Nel 2001 le emissioni nette di obbligazioni a medio e a lungo termine effettuate da banche e imprese italiane sono ammontate a 106,7 miliardi di euro, un valore del 79,5 per cento superiore a quello del 2000 (tav. D30). Le emissioni nette delle banche sono aumentate da 36,1 a 46,2 miliardi di euro, quelle delle società finanziarie non bancarie e quelle delle società non finanziarie, rispettivamente, da 15,8 a 33,0 e da 7,5 a 27,6 miliardi. I collocamenti netti effettuati da emittenti italiani sul mercato internazionale sono aumentati da 50,4 a 74,4 miliardi, proseguendo nella tendenza degli anni precedenti; la loro quota sulle emissioni nette complessive di obbligazioni private italiane è tuttavia scesa dall'85 al 70 per cento.

Tav. D30

OBBLIGAZIONI A MEDIO E A LUNGO TERMINE DI BANCHE E IMPRESE ITALIANE E DELL'AREA DELL'EURO (1) (valori nominali; milioni di euro)

| Voci | Emissioni nette | | | Consistenze | | | Quota sul PIL (2) |
|-----------------------------|-----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|----------------------|
| | 1999 | 2000 | 2001 | 1999 | 2000 | 2001 | 2001 |
| Italia | | | | | | | |
| Banche | 21.939 | 36.071 | 46.188 | 289.489 | 324.427 | 370.890 | 30 |
| Altre società finanziarie . | 8.973 | 15.848 | 32.957 | 11.470 | 28.083 | 61.121 | 5 |
| Società non finanziarie (3) | 23.998 | 7.541 | 27.565 | 55.311 | 63.121 | 90.822 | 7 |
| Totale . . . | 54.910 | 59.460 | 106.710 | 356.270 | 415.631 | 522.833 | 42 |
| di cui: | | | | | | | |
| mercato internazionale (4) | 46.845 | 50.386 | 74.381 | 89.903 | 138.276 | 213.496 | 18 |
| Per memoria: | | | | | | | |
| settore pubblico | 37.955 | 37.212 | 22.635 | 977.358 | 1.014.558 | 1.037.310 | 85 |
| Area dell'euro | | | | | | | |
| Banche | 227.296 | 241.097 | 225.038 | 2.431.935 | 2.691.217 | 2.924.002 | 43 |
| Altre società finanziarie . | 91.313 | 98.913 | 111.527 | 308.412 | 408.406 | 525.976 | 8 |
| Società non finanziarie (3) | 42.295 | 92.261 | 80.911 | 287.849 | 381.861 | 465.429 | 7 |
| Totale . . . | 360.904 | 432.271 | 417.476 | 3.028.196 | 3.481.484 | 3.915.407 | 58 |
| di cui: | | | | | | | |
| mercato internazionale (4) | 391.328 | 472.565 | 489.259 | 1.365.636 | 1.848.458 | 2.357.831 | 35 |
| Per memoria: | | | | | | | |
| settore pubblico | 190.497 | 114.810 | 187.954 | 3.174.150 | 3.288.960 | 3.476.914 | 51 |

Fonte: per l'area dell'euro, elaborazioni su dati BCE e BRI.

(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 riflette gli schemi di classificazione adottati dalla BCE e dalla BRI, non omogenei. - (2) Valori percentuali. - (3) Il dato per l'Italia include le emissioni dell'Ente FS. - (4) Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni che vengono in parte collocate presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente.

La gran parte delle emissioni effettuate da imprese non finanziarie è riconducibile a operazioni di elevato importo unitario di aziende del settore delle telecomunicazioni per rifinanziare prestiti in scadenza e allungare la durata media del debito. La consistente offerta di titoli da parte di società finanziarie non bancarie è invece costituita in prevalenza da titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione.

Tra il luglio del 1999 e la fine del 2001, in seguito all'approvazione della nuova normativa sulla cartolarizzazione dei crediti, le emissioni lorde di titoli obbligazionari effettuate da società italiane a fronte di queste operazioni hanno registrato un rapido sviluppo. Nel 2001 esse sono state pari a 35,0 miliardi di euro, quasi tre volte il valore dell'anno precedente. La maggior parte dei collocamenti è stata effettuata da banche, con un peso crescente dei titoli garantiti da crediti in bonis. Rilevanti sono state anche le operazioni degli enti pubblici (26 per cento del valore totale delle cartolarizzazioni).

Il mercato dei titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione ha registrato uno sviluppo considerevole anche negli altri paesi europei. Secondo i dati forniti dalla Bond Market Association, nel 2001 i collocamenti lordi effettuati da società europee sono quasi raddoppiati, raggiungendo i 153,6 miliardi di euro; la quota del mercato italiano è aumentata di 11,5 punti, al 22,2 per cento, inferiore solo a quella del mercato britannico (31,8 per cento).

Nel complesso dell'area dell'euro, a differenza di quanto registrato in Italia, le emissioni nette di obbligazioni da parte di banche e imprese, pari a 417,5 miliardi, sono diminuite del 3,4 per cento rispetto al 2000. La quota dell'Italia è così cresciuta dal 13,8 al 25,6 per cento del totale. La riduzione delle emissioni nel complesso dell'area ha riguardato sia i collocamenti delle banche sia quelli delle imprese non finanziarie, scesi rispettivamente del 6,7 e del 12,3 per cento; quelli delle società finanziarie sono invece aumentati del 12,8 per cento, riflettendo in particolare il forte sviluppo delle operazioni italiane. Come nei due anni precedenti si sono ridotte le consistenze di titoli collocati sui mercati interni (dal 47 al 40 per cento), mentre quelle delle obbligazioni internazionali hanno continuato a crescere, sebbene a un ritmo più contenuto rispetto al passato.

Dal 1999 il mercato delle obbligazioni di imprese non finanziarie dell'area dell'euro è cresciuto considerevolmente. Le consistenze di titoli in circolazione sono salite dal 4 al 7 per cento del PIL. Il mercato obbligazionario dell'area dell'euro rimane tuttavia di dimensione contenuta se confrontato con quello degli Stati Uniti, dove alla fine del 2001 i titoli delle imprese non finanziarie rappresentavano il 28 per cento del PIL.

Per le imprese italiane, il ricorso al mercato obbligazionario è in ampia misura riconducibile a talune caratteristiche di dimensione e di struttura finanziaria. Le società che hanno emesso obbligazioni quotate negli ultimi due decenni sono in gran parte quotate anche alla borsa azionaria, hanno dimensioni elevate e sono attive da molti anni: l'impresa mediana aveva 35 anni di attività, 605 dipendenti e un fatturato di 153 milioni di euro. Al contrario, l'impresa mediana che ha emesso solo obbligazioni non quotate era attiva da 18 anni, aveva 72 dipendenti e un fatturato di 11 milioni di euro. Le aziende appartenenti al primo gruppo risultavano inoltre meno indebitate: il valore mediano del leverage era del 48,9 per cento, contro il 56,8 per le aziende del secondo gruppo. Il rapporto tra oneri finanziari netti e margine operativo era del 15,4 per cento, contro il 28,5.

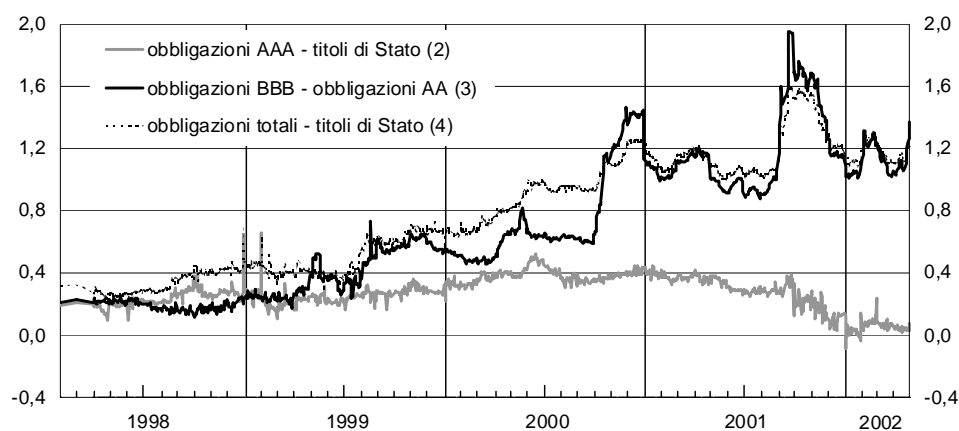
Negli ultimi anni lo sviluppo del mercato internazionale ha agevolato il ricorso ai prestiti obbligazionari da parte di numerose imprese non finanziarie italiane. Tra la fine del 1998 e quella del 2001 la quota delle obbligazioni internazionali sui collocamenti totali delle imprese italiane è aumentata dal 37 all'88 per cento.

Nello scorso triennio 36 imprese non finanziarie italiane hanno collocato obbligazioni sul mercato internazionale, di cui 25 per la prima volta. Rispetto alle imprese già presenti sull'euromercato prima del 1999, quelle che vi hanno fatto ingresso dopo tale data hanno un fatturato medio minore e hanno collocato un volume di titoli inferiore. Tra le nuove emittenti, inoltre, è minore l'incidenza delle imprese quotate in borsa, di quelle dotate di rating da parte di un'agenzia indipendente e di quelle appartenenti a settori tradizionali. L'ingresso sull'euromercato di imprese più piccole e meno conosciute è stato favorito dalla presenza delle banche italiane nei sindacati di collocamento: poco meno della metà dei titoli delle nuove emittenti è stata infatti collocata da intermediari italiani, contro circa un quinto nel caso dei titoli delle altre imprese.

Nei primi otto mesi del 2001 il differenziale tra il rendimento delle obbligazioni collocate sul mercato internazionale da imprese non finanziarie e quello dei titoli di Stato si è mantenuto sui livelli elevati raggiunti nella parte finale del 2000 (fig. D24). Dopo l'aumento registrato nei giorni successivi all'11 settembre, quando ha toccato 1,6 punti percentuali, il differenziale è rapidamente disceso, collocandosi alla fine dell'anno poco al di sopra dell'1 per cento. Nel primo quadrimestre del 2002 esso è risalito di circa due decimi, a causa soprattutto delle preoccupazioni che si sono diffuse circa l'attendibilità dei bilanci aziendali dopo il fallimento della società statunitense Enron.

Fig. D24

**DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO TRA OBBLIGAZIONI IN EURO
DI EMITTENTI CON DIVERSO MERITO DI CREDITO (1)**
(dati giornalieri; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su indici Merrill Lynch.

(1) Obbligazioni in euro a tasso fisso e con vita residua non inferiore all'anno, emesse sull'euromercato da imprese non finanziarie residenti in paesi il cui debito a lungo termine in valuta estera ha rating non inferiore a BBB3 o BBB-. - (2) Differenziale di rendimento tra le obbligazioni AAA e i titoli di Stato (francesi e tedeschi). - (3) Differenziali di rendimento tra le obbligazioni BBB e quelle AA. - (4) Differenziale di rendimento tra tutte le obbligazioni del settore non finanziario e i titoli di Stato (francesi e tedeschi).

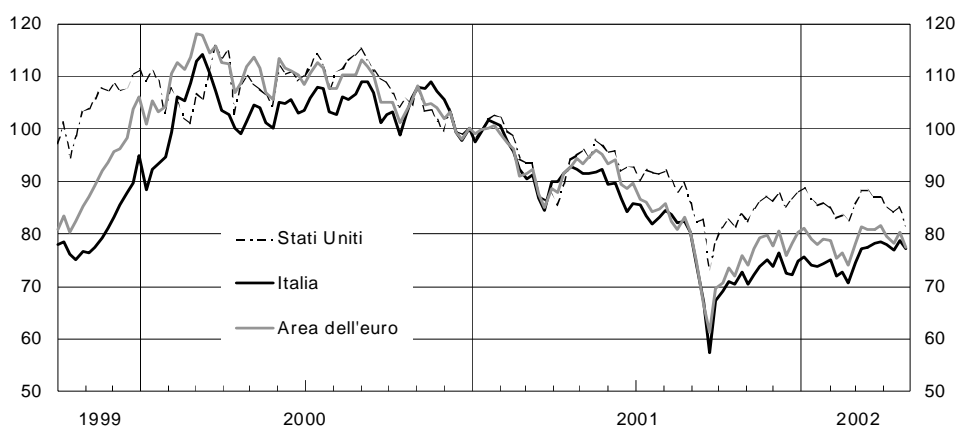
Un'elevata variabilità ha continuato a caratterizzare i rendimenti dei titoli dei settori delle telecomunicazioni e delle automobili. Le imprese che ne fanno parte hanno risentito sia delle revisioni al ribasso delle valutazioni formulate dalle agenzie di rating sia della consistente riduzione dei loro valori di borsa. L'offerta di titoli da parte di queste imprese è tuttavia rimasta sostenuta, continuando a costituire la parte maggiore dell'offerta totale.

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni e delle contrattazioni. - Il ribasso delle quotazioni azionarie avviatosi nel 2000 è proseguito nei primi tre trimestri del 2001, con una breve interruzione tra marzo e maggio (fig. D25). La brusca caduta degli indici azionari che ha fatto seguito agli attacchi terroristici dello scorso settembre (tra l'11 e il 21 del mese i corsi sono scesi del 21,5 per cento in Italia e del 17,3 nell'area dell'euro) è stata rapidamente recuperata: alla fine di ottobre nell'area dell'euro, una settimana più tardi negli Stati Uniti, le quotazioni erano tornate sui livelli prevalenti alla fine della prima decade di settembre. Nel complesso dell'anno gli indici azionari nell'area dell'euro sono scesi in media del 19,7 per cento (6,4 per cento in Spagna, 18,2 in Germania, 22,0 in Francia e 25,1 in Italia), del 13,0 negli Stati Uniti e del 15,4 nel Regno Unito. Sui circuiti riservati alle società ad alta tecnologia si sono registrate perdite ingenti, del 45,6 per cento in Italia, del 60,2 in Germania e del 62,7 in Francia (a fronte del 32,7 negli Stati Uniti e del 42,6 nel Regno Unito).

Fig. D25

ANDAMENTO DEI CORSI AZIONARI (1)
(dati di fine settimana; indice: 29 dicembre 2000=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.

Analogamente a quanto avvenuto per i rendimenti obbligazionari, l'andamento delle quotazioni azionarie nel 2001 è stato influenzato dalla situazione congiunturale dei principali paesi industriali e dalle attese sulla collocazione del punto di svolta del ciclo. La risalita

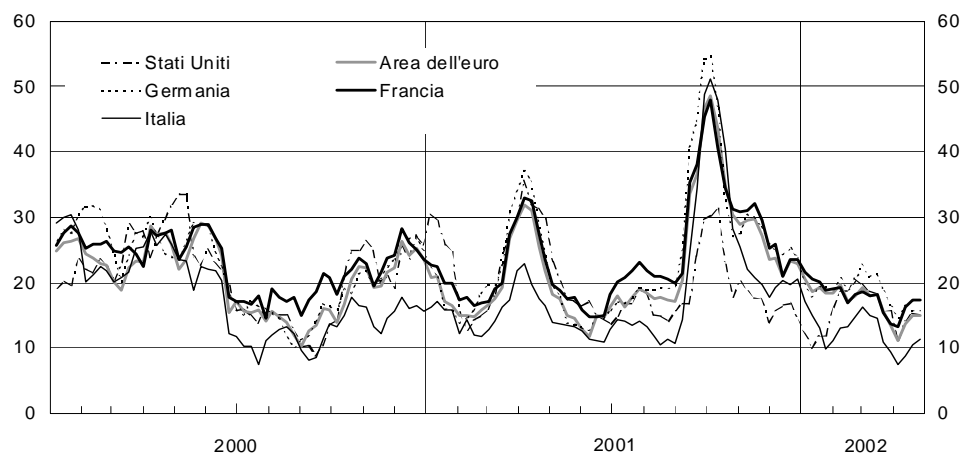
degli indici di borsa tra la fine di marzo e quella di maggio è avvenuta in concomitanza con un temporaneo miglioramento delle aspettative di crescita; in quella fase il rialzo dei corsi è stato favorito anche dalla politica monetaria espansiva attuata dalla Riserva federale degli Stati Uniti e dall'Eurosistema. All'inizio dell'estate un nuovo peggioramento delle prospettive delle economie più avanzate avviava un ulteriore calo dei corsi azionari. Nella parte finale dell'anno il rafforzarsi dei segnali di ripresa ciclica ha favorito una risalita delle quotazioni del 5 per cento circa, sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro; vi ha fatto seguito, nel primo quadrimestre del 2002, una nuova flessione in entrambe le aree.

Nella media del 2001 la volatilità degli indici azionari implicita nei prezzi delle opzioni, così come quella effettivamente registrata (fig. D26), non si è discostata dai valori del 2000. Livelli particolarmente elevati si sono toccati in concomitanza con gli eventi dell'11 settembre, quando la volatilità implicita ha oscillato tra il 35 e il 45 per cento su base annua nei principali mercati. Alla fine dello scorso anno essa era tornata su valori di poco inferiori a quelli prevalenti dodici mesi prima, riducendosi ulteriormente nei primi quattro mesi del 2002.

Fig. D26

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

(dati di fine settimana; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

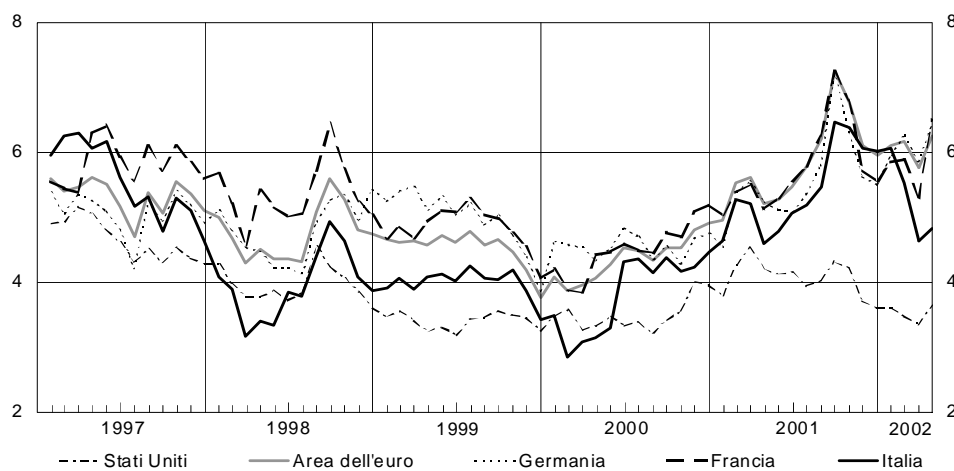
(1) Deviazione standard degli ultimi 21 rendimenti giornalieri degli indici dei corsi; dati annualizzati.

I modelli di valutazione delle opzioni consentono di determinare quanta parte dell'incertezza percepita dagli operatori sia attribuibile alla normale aleatorietà delle previsioni relative alle variabili economiche e quanta sia invece dovuta al timore che nell'imminente futuro si verifichino eventi dirompenti (i cosiddetti eventi estremi). Un'analisi basata sulle opzioni sull'indice azionario statunitense Standard & Poor's 500 mostra che tra l'agosto del 2000 e il gennaio del 2002 la prima componente ha rappresentato in media circa il 70 per cento della volatilità complessiva dell'indice. Nelle settimane immediatamente successive agli attacchi terroristici il suo peso si era tuttavia ridotto a circa il 40 per cento per poi tornare, già dalla seconda decade di novembre, sui valori precedenti.

Nel 2001 il rapporto tra gli utili correnti e la capitalizzazione nell'area dell'euro è risalito sensibilmente, tornando in prossimità dei valori prevalenti all'inizio del 1997 (fig. D27). Più pronunciato è stato l'incremento per il mercato italiano. L'aumento del rapporto riflette il combinarsi di una revisione al ribasso delle attese sugli utili societari, che ha avuto inizio nell'autunno del 2000, e di un aumento del premio per il rischio richiesto sull'investimento azionario, in concomitanza con il rallentamento ciclico.

Fig. D27

**RAPPORTO TRA UTILI CORRENTI
E CAPITALIZZAZIONE DI BORSA IN ALCUNI PAESI INDUSTRIALI**
(dati di fine mese; valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial.

Analisi condotte per gli Stati Uniti e riferite al periodo 1926-2001 mostrano che il premio per il rischio muta fortemente nel tempo, risultando più elevato e più variabile nei periodi di debolezza dell'attività economica. Le stime del valore del premio risultano tuttavia influenzate dall'orizzonte di riferimento dell'investimento: per la media del periodo esse oscillano tra il 6,5 per cento, su base annua, per un orizzonte di riferimento mensile, e il 3,8 per uno annuale.

La maggiore flessione registrata nel 2001 dalla borsa italiana rispetto alle altre principali borse dell'area è per lo più ascrivibile ai titoli bancari, i cui corsi sono scesi del 29,9 per cento, a fronte del 22,5 delle azioni bancarie tedesche e di un apprezzamento del 6,4 per cento di quelle francesi. La considerevole riduzione del valore di borsa delle banche italiane fa seguito al forte apprezzamento degli anni precedenti: il calo segnato nel 2001 ha riportato il rapporto tra gli utili e la capitalizzazione delle banche italiane in linea con quello che si riscontra per i settori bancari degli altri principali paesi dell'area. Un andamento inferiore a quello delle altre borse europee è stato registrato anche nei comparti dei media e delle automobili.

Il volume degli scambi è sceso da 868 miliardi di euro nel 2000 a 658 nel 2001. Anche il turnover (rapporto tra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione di borsa) è diminuito, dal 110 all'89 per cento. È rimasta elevata (77 per cento) la quota delle contrattazioni relative ai titoli che costituiscono l'indice MIB30.

L'offerta e la domanda di azioni. - La caduta dei valori azionari nel corso del 2001 ha scoraggiato l'ingresso di nuove imprese nella borsa italiana, soprattutto di quelle con elevato potenziale di crescita. Nell'anno si sono quotate 13 nuove imprese sul mercato principale (14 nel 2000) e solo 4 sul Nuovo Mercato (31 nel 2000). La capitalizzazione iniziale delle società neo-quotate è ammontata a 10,6 miliardi di euro, contro 30,2 nel 2000.

Nel 2001, secondo i dati raccolti da Thomson Financial, 132 società si sono quotate nei mercati finanziari dell'area dell'euro, contro 419 nel 2000; il capitale raccolto è sceso da 70 a 26 miliardi di euro. Nello stesso periodo il capitale raccolto con operazioni di prima quotazione si è ridotto da 54 a 17 miliardi di euro negli Stati Uniti e da 33 a 18 miliardi nel Regno Unito. Il forte rallentamento delle operazioni di prima quotazione è stato accentuato per le imprese ad alta tecnologia: la loro quota sul totale del capitale raccolto è passata, nello stesso periodo, dal 65 al 6 per cento negli Stati Uniti e dal 36 al 34 nell'area dell'euro; è invece salita dal 30 al 44 per cento sul mercato britannico.

Alla fine del 2001 la capitalizzazione della borsa italiana ammontava a 587,5 miliardi di euro, il 27,7 per cento in meno rispetto alla fine del 2000 (tav. D31); lo scorso marzo essa era risalita a 619,6 miliardi. In rapporto al PIL, il valore delle azioni quotate è sceso dal 69,7 per cento nel 2000 al 48,3 nel 2001. Quest'ultimo valore è simile a quello che si registrava alla fine dello scorso dicembre in Germania (49 per cento) e sensibilmente inferiore a quelli osservati in Spagna e in Francia (75 e 84 per cento, rispettivamente).

Nel 2001 la Consob ha approvato modifiche regolamentari riguardanti l'organizzazione degli scambi presso la borsa italiana. La principale modifica consiste nell'introduzione di un'asta di chiusura, che intende fornire al mercato un prezzo rappresentativo per le operazioni effettuate alla fine della giornata di contrattazione. Una seconda modifica riguarda il criterio di fissazione dei parametri di prezzo da impiegare nella gestione dei meccanismi automatici di sospensione delle contrattazioni.

Nell'aprile del 2001 presso la borsa italiana è divenuto operativo il segmento STAR, rivolto a imprese di piccola e media capitalizzazione che adottano regole di trasparenza e di liquidità più stringenti.

È proseguito il processo di trasformazione dei mercati finanziari europei. Nel novembre del 2001 la borsa di Berlino e la società NASDAQ Europe hanno effettuato uno scambio di azioni nell'ambito di un progetto finalizzato alla creazione di una piattaforma comune per le contrattazioni di azioni

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

| Voci | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|--|------------|------------|------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Società italiane quotate (numero) | 213 | 209 | 219 | 247 | 276 | 276 |
| di cui: al Nuovo Mercato | - | - | - | 6 | 39 | 44 |
| Capitalizzazione (2) | 386.156 | 600.042 | 931.472 | 1.396.299 (721.128) | 1.573.109 (812.443) | 1.137.495 (587.467) |
| di cui: al Nuovo Mercato | - | - | - | 13.517 (6.981) | 42.919 (22.166) | 24.182 (12.489) |
| in percentuale del PIL | 20,3 | 30,2 | 44,8 | 65,1 | 69,7 | 48,3 |
| composizione percentuale: | | | | | | |
| industriali | 34 | 31 | 24 | 20 | 21 | 23 |
| assicurativi | 15 | 15 | 16 | 11 | 14 | 13 |
| bancari | 15 | 19 | 27 | 23 | 25 | 23 |
| finanziari | 4 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| servizi | 32 | 31 | 30 | 43 | 37 | 39 |
| Totale. | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Emissioni lorde di azioni (3) | 5.506 | 7.933 | 13.689 | 43.649 | 17.714 (9.148) | 11.949 (6.171) |
| di cui: al Nuovo Mercato | - | - | - | 411 (212) | 8.523 (4.402) | 430 (222) |
| Capitalizzazione società di nuova quotazione (4) | 14.886 | 12.731 | 42.060 | 360.927 (186.403) | 58.380 (30.151) | 20.484 (10.579) |
| di cui: società estere | - | - | 17.268 | 232.660 (120.159) | .. | .. |
| di cui: al Nuovo Mercato | - | - | - | 2.604 (1.345) | 42.807 (22.108) | 887 (458) |
| Dividendi distribuiti | 9.786 | 12.112 | 13.061 | 19.254 (9.944) | 31.005 (16.013) | 30.549 (15.777) |
| Rapporto utili/capitalizzazione (5) | 6,9 | 4,6 | 3,9 | 3,4 | 4,5 | 6,0 |
| Rapporto dividendi/capitalizzazione (5) | 2,1 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 2,1 | 2,8 |
| Controvalore degli scambi: | | | | | | |
| mercato di borsa | 157.088 | 339.564 | 822.630 | 980.758 (506.519) | 1.680.638 (867.977) | 1.273.374 (657.643) |
| futures sull'indice Mib30 | 400.926 | 925.005 | 1.893.190 | 1.753.953 (905.841) | 1.906.049 (984.392) | 1.605.973 (829.416) |
| opzioni sull'indice Mib30 | 71.359 | 242.225 | 517.462 | 511.526 (264.181) | 625.736 (323.166) | 477.397 (246.555) |
| Variazione dei corsi (6) | 13,1 | 58,2 | 41,0 | 22,3 | 5,4 | -25,1 |
| Turnover (7) | 44 | 69 | 107 | 84 | 110 | 89 |

(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*. Dato di fine periodo. Valori percentuali. Utili e dividendi correnti. - (6) Variazione percentuale dell'indice Mib storico. - (7) Società italiane. Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media.

tedesche e internazionali. Negli ultimi giorni dello scorso anno, Euronext, la borsa che deriva dalla fusione dei mercati azionari di Amsterdam, Bruxelles e Parigi, ha acquisito il pacchetto di maggioranza delle azioni del mercato londinese dei prodotti derivati LIFFE. In Spagna, lo scorso febbraio, le prin-

cipali borse nazionali e la compagnia che fornisce loro i servizi di pagamento sono state raggruppate in un' unica società, di cui è prevista la quotazione in borsa. Nei primi mesi di quest' anno la borsa di Francoforte (Deutsche Börse) ha ottenuto il controllo della società lussemburghese di compensazione e liquidazione di titoli Clearstream.

Alla fine dello scorso gennaio, la scoperta di pratiche irregolari nelle procedure di compilazione del bilancio in relazione al fallimento della società statunitense Enron ha generato timori che analoghe strategie potessero essere state seguite da un ampio numero di società. Questo episodio ha indotto la Securities and Exchange Commission statunitense a proporre l' introduzione di misure volte a contrastare tali rischi, rendendo più severe le disposizioni sugli standard contabili, sulle contrattazioni effettuate da dipendenti di una società sulla base di informazioni riservate relative alla società stessa (insider dealing) e sulle transazioni con controparti controllate.

Nel successivo marzo una vicenda giudiziaria che ha opposto alcuni risparmiatori statunitensi a un' importante banca internazionale ha sottolineato i rischi di potenziali conflitti di interesse legati all' attività degli analisti finanziari che formulano raccomandazioni di acquisto o di vendita di titoli azionari. Diverse banche d' investimento hanno di conseguenza rivisto i criteri che regolano i servizi di consulenza forniti alla clientela sugli investimenti finanziari. In Italia, già all' inizio del 2001, la Consob aveva disposto che fosse resa nota al pubblico la natura, oltretutto l' esistenza, dei casi in cui l' analista detiene in una società interessi tali da compromettere la sua indipendenza di giudizio.

La consistenza delle azioni italiane quotate detenute dalle famiglie si è quasi dimezzata; alla fine dell' anno essa era giunta a 84 miliardi di euro rispetto ai 161 della fine dell' anno precedente. La quota di azioni nel portafoglio delle famiglie si è ridotta dal 28 al 19 per cento (cfr. il capitolo: *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese*).

Secondo analisi campionarie svolte dalla Borsa Italiana, quasi due terzi dei risparmiatori che hanno negoziato o detenuto azioni italiane quotate o strumenti derivati azionari nel biennio 1999-2000 avevano acquistato i titoli al momento della privatizzazione della società. Per metà degli intervistati la partecipazione al mercato azionario è volta a conseguire un rendimento più elevato; un quarto di essi mira invece a diversificare il portafoglio. Il canale maggiormente utilizzato per l' acquisto di azioni è la banca (60 per cento circa dei casi), seguito dai promotori (20 per cento circa) e dai servizi telematici di banche e SIM; nei primi due casi, l' acquisto è effettuato quasi esclusivamente recandosi di persona presso l' intermediario.

Il mercato dei derivati. – Nel 2001 il numero medio di contratti su prodotti derivati scambiati giornalmente sul mercato Idem è aumentato del 25,8 per cento; in termini di controvalore medio giornaliero gli scambi si sono invece ridotti del 15 per cento. Quanto alle singole tipologie di contratti derivati, si è avuto un aumento del numero degli scambi per i futures sull' indice MIB30 e per le opzioni su singoli titoli azionari; si sono invece ridotti quelli delle opzioni sul MIB30. I controvalori si sono ridotti per tutte le tipologie.