

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

Nell'area dell'euro i segnali di ripresa manifestatisi all'inizio del 2002 si sono affievoliti dal secondo trimestre, contestualmente con la flessione dei corsi azionari e con l'intensificarsi delle tensioni politiche internazionali. Nell'ultimo trimestre la debolezza del ciclo economico si è accentuata e le pressioni inflazionistiche si sono attenuate. La Banca centrale europea (BCE) ha ridotto i tassi ufficiali di 0,5 punti percentuali il 5 dicembre e di altri 0,25 punti il 6 marzo del 2003, anche in seguito all'apprezzamento dell'euro. Il tasso d'interesse minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali si colloca attualmente al 2,5 per cento. Il tasso d'interesse reale a breve termine nell'area è sceso di 0,8 punti percentuali dall'inizio del 2002, all'1 per cento; si è ulteriormente ridotto nel primo trimestre del 2003, allo 0,6 per cento, il livello più basso dall'introduzione dell'euro.

Il cambio nominale dell'euro si è significativamente rafforzato nel secondo trimestre e nell'ultima parte dell'anno. L'apprezzamento in termini effettivi nel corso del 2002, 8,8 per cento, è dovuto per oltre la metà alla debolezza del dollaro. L'euro ha continuato ad apprezzarsi durante la prima parte del 2003 (7,2 per cento dall'inizio di gennaio alla metà di maggio).

La crescita della moneta M3 nell'area dell'euro si è mantenuta elevata durante tutto il 2002, riflettendo la preferenza dei risparmiatori per le attività liquide e l'accelerazione del circolante seguita al cambio della unità monetaria. Il credito al settore privato ha invece proseguito il rallentamento iniziato nel 2001; ha mostrato una decelerazione anche in Italia, dove tuttavia ha continuato a crescere più rapidamente rispetto al resto dell'area e al prodotto lordo (cfr. il capitolo: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*).

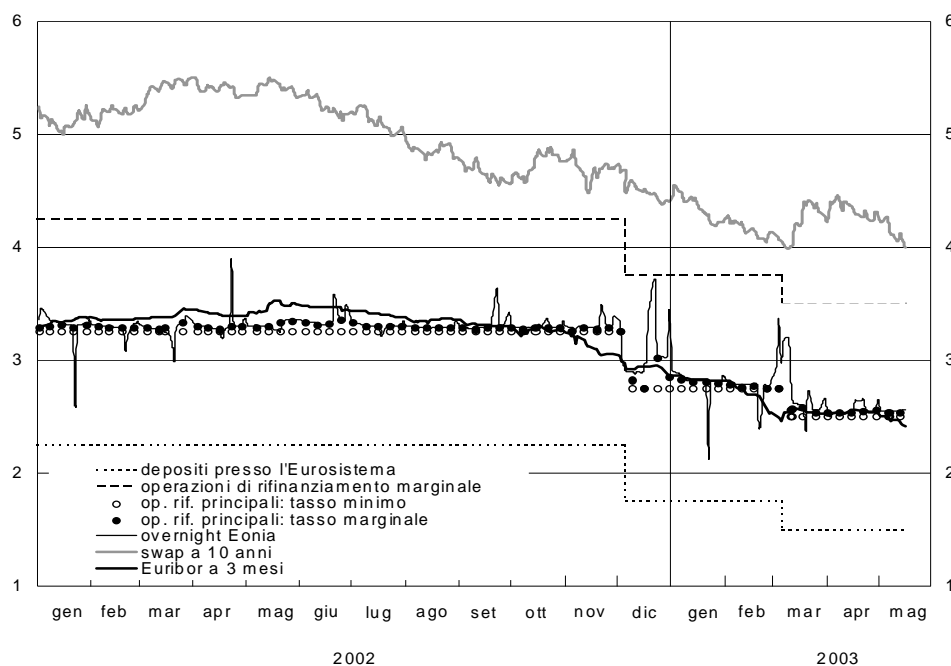
### ***I tassi di interesse e il cambio***

Nei primi mesi del 2002 gli indicatori congiunturali prospettavano un rafforzamento della crescita entro la fine dell'anno. L'inflazione, pur in di-

minuzione, restava superiore al 2 per cento (cfr. il capitolo della sezione B: *I prezzi e i costi*). Dalla primavera i segnali di ripresa si attenuavano; si riducevano i corsi azionari anche nei settori tradizionali. Nell'estate gli effetti dell'apprezzamento dell'euro, iniziato in aprile, e la perdurante debolezza della domanda contenevano i prezzi e affievolivano le attese di crescita. Queste si deterioravano ulteriormente nell'ultimo trimestre, in connessione con l'acuirsi delle tensioni tra Stati Uniti e Iraq. Il 5 dicembre la BCE riduceva il tasso d'interesse minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,5 punti percentuali, portandolo al 2,75 per cento (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.

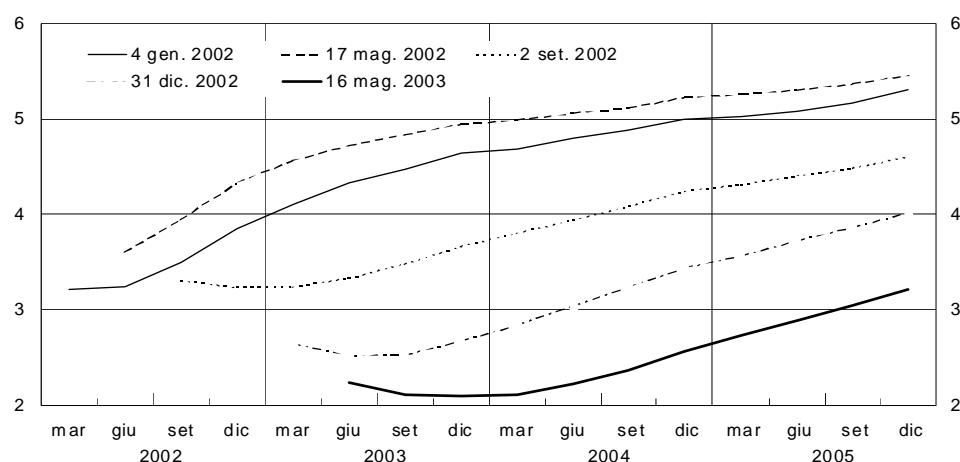
Il 6 marzo del 2003, in un quadro di debolezza del ciclo, d'incertezza generata dalle tensioni internazionali e di ulteriore rafforzamento dell'euro, la BCE riduceva di 0,25 punti percentuali il tasso d'interesse minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali, al 2,5 per cento.

Nel corso del 2002 l'evoluzione del quadro macroeconomico si è riflessa sulle aspettative del mercato finanziario e sui rendimenti a breve termine in euro. Nella prima parte dell'anno le prospettive di ripresa favorivano uno spostamento verso l'alto della curva dei rendimenti a termine, su tutte le scadenze (fig. D2); in presenza di un orientamento complessivamente disteso della politica monetaria, la curva presentava una inclinazione positiva, se-

gnalando aspettative di aumento dei tassi a breve termine nella seconda parte dell'anno. Nel corso dell'estate il graduale peggioramento delle attese di ripresa induceva una revisione delle aspettative sui tassi. I rendimenti a termine si riducevano; in settembre la curva assumeva una pendenza negativa sulle scadenze più vicine. Alla fine dell'anno segnalava aspettative di un abbassamento dei tassi entro la metà del 2003.

Fig. D2

**TASSI DEI FUTURE SUGLI EURODEPOSITI A TRE MESI (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: Reuters.

(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione riportata nella legenda. Sull'asse orizzontale sono riportate le date di regolamento dei contratti future a cui si riferiscono i rendimenti.

Lo spostamento verso il basso della curva dei rendimenti a termine si interrompeva alla metà di marzo del 2003, con l'approssimarsi del conflitto in Iraq. Alla conclusione delle operazioni belliche la curva si riportava sui livelli prevalenti agli inizi di febbraio 2003. Dalla seconda metà di aprile, tuttavia, il peggioramento del clima di fiducia delle imprese e l'apprezzamento dell'euro favorivano un nuovo abbassamento della curva. A metà maggio questa segnalava attese di una ulteriore diminuzione dei tassi a breve entro l'anno.

I rendimenti a lungo termine in euro sono diminuiti durante la seconda parte del 2002, raggiungendo livelli estremamente bassi nel confronto storico. Quelli sugli swap d'interesse a 10 anni erano aumentati fino al 5,5 per cento nei primi cinque mesi del 2002; si sono poi gradualmente ridotti, raggiungendo il 4,4 per cento in dicembre (fig. D1). I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno registrato un andamento analogo. La riduzione ha riflesso il peggioramento delle prospettive di ripresa congiunturale, attese di inflazione stabilmente al di sotto del 2 per cento, la ricomposizione dei portafogli verso titoli a basso rischio. I tassi a lungo termine in dollari si sono ridotti in misura più ampia; il differenziale tra i rendimenti su-

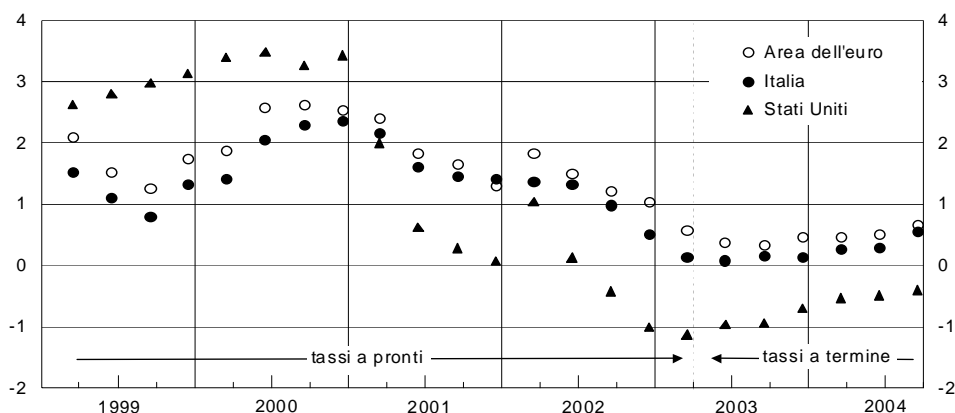
gli swap a 10 anni in dollari e in euro, pari a 0,7 punti percentuali all'inizio del 2002, è progressivamente sceso fino a diventare negativo (-0,4 punti) in novembre.

I rendimenti a lungo termine in euro e in dollari hanno continuato a ridursi nei primi mesi del 2003, raggiungendo il 4,0 per cento agli inizi di marzo; dopo un temporaneo aumento sono ritornati intorno a tale valore alla metà di maggio.

In presenza di aspettative d'inflazione sostanzialmente stabili, la flessione dei tassi nominali si è riflessa sui tassi reali. Nel 2002 il rendimento a breve termine in euro, deflazionato con le aspettative d'inflazione tratte dal sondaggio *Consensus Forecasts*, è gradualmente sceso dall'1,8 per cento di marzo all'1,0 di dicembre (fig. D3). A marzo del 2003 ha raggiunto lo 0,6 per cento. In Italia il permanere di attese d'inflazione superiori a quelle prevalenti nell'area ha mantenuto il tasso d'interesse reale su valori più contenuti (0,5 per cento in dicembre, 0,1 nel marzo 2003).

Fig. D3

**TASSI D'INTERESSE REALI A TRE MESI A PRONTI E A TERMINE (1)**  
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazione Banca d'Italia su dati Reuters e *Consensus Forecasts*.

(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi dell'euromercato (medie di dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da giugno 2003 tassi nominali impliciti nei contratti future), deflazionati con le aspettative di inflazione rilevate dal sondaggio trimestrale *Consensus Forecasts*.

*Il confronto tra il tasso d'interesse reale a breve termine dell'area dell'euro e i valori dei rendimenti reali registrati negli ultimi venti anni in Germania, dove anche prima dell'avvio della terza fase della UEM l'inflazione permaneva su valori contenuti, consente di collocare la congiuntura attuale in una prospettiva storica. Nel periodo considerato il tasso reale tedesco è stato in media del 3,5 per cento, oscillando tra lo 0,5 e il 6,8. In corrispondenza dei punti inferiori del ciclo economico del 1988 e del 1996, esso aveva toccato punti di minimo pari rispettivamente allo 0,5 e allo 0,8 per cento. Nell'attuale contesto di debolezza congiunturale, il tasso reale a breve termine nell'area risulta prossimo a questi valori. Negli Stati Uniti la diminuzione del tasso reale a breve termine registrata nel corso del 2002 è stata invece assai elevata, pari a circa due punti percentuali; il rendimento ha raggiunto un livello del -1,1 per cento. Tale valore non ha precedenti negli ultimi venti an-*

ni; è inferiore di circa un punto percentuale al precedente minimo registrato in corrispondenza della recessione iniziata nel 1990.

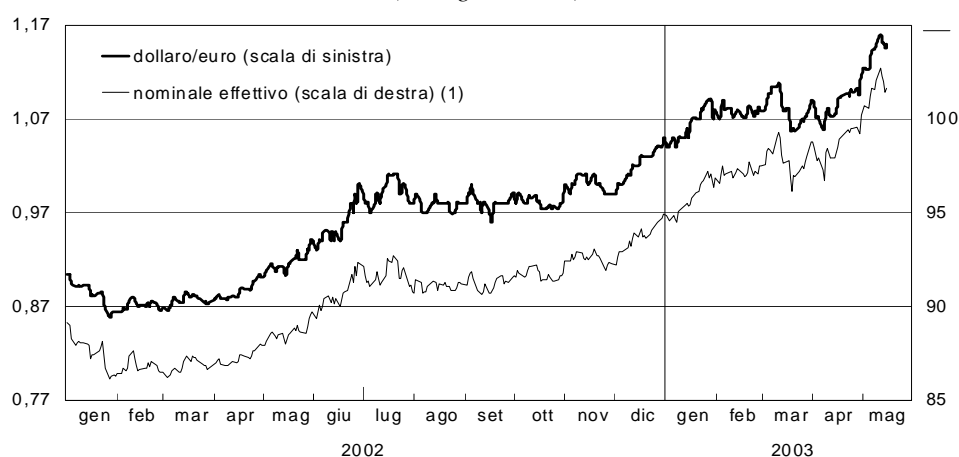
Anche i tassi reali a lungo termine in euro sono notevolmente diminuiti nel corso dell'anno. Dall'inizio del 2002 a dicembre il rendimento dei titoli di Stato francesi decennali indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro è passato dal 3,2 al 2,4 per cento. Il rendimento sui titoli di Stato decennali statunitensi indicizzati all'inflazione ha mostrato un andamento sostanzialmente simile, diminuendo, nello stesso periodo, dal 3,5 al 2,3 per cento.

*Il basso livello dei tassi nominali e reali registrati nell'area e in Italia ha contribuito a contenere il peso degli oneri finanziari sui conti economici delle imprese (cfr. il capitolo: Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese). Secondo analisi recenti gli effetti delle variazioni dei tassi d'interesse si trasmettono all'economia influenzando non solo la domanda, ma anche l'offerta e la fissazione del prezzo, data l'incidenza degli oneri finanziari sui costi di produzione delle imprese.*

*Un'analisi condotta sul campione di imprese italiane dell'indagine sugli investimenti industriali effettuata dalla Banca d'Italia indica che nel periodo 1988-2000 variazioni del costo del finanziamento esterno si sono riflesse in variazioni dei prezzi di vendita di uguale segno. L'effetto è tuttavia quantitativamente contenuto: un calo di un punto percentuale del costo del finanziamento si traduce in una riduzione dei prezzi di vendita di circa due decimi di punto. Tale effetto ha natura temporanea; al di là del breve periodo, è compensato da quello esplicito attraverso la domanda aggregata. È comunque avvalorata l'ipotesi secondo cui, nel breve periodo, variazioni dei rendimenti possono avere effetti sulle scelte di offerta delle imprese.*

Fig. D4

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



Fonte: BCE.  
(1) Indice: 1° trim. 1999=100.

Il 2002 è stato caratterizzato dal rafforzamento dell'euro. Nel corso dell'anno l'apprezzamento è risultato pari all'8,8 per cento in termini nomi-

nali effettivi. Vi ha contribuito per più della metà l'aumento di valore nei confronti del dollaro, che è stato del 19 per cento; l'apprezzamento nei confronti dello yen giapponese e della sterlina inglese è risultato, rispettivamente, pari al 7,9 e al 6,9 per cento.

Alla flessione del dollaro hanno contribuito più fattori (cfr. il riquadro: *Il recente andamento del tasso di cambio dell'euro* in *Bollettino Economico*, n.40, 2003). Dal secondo trimestre 2002, la debolezza della valuta statunitense ha riflesso il manifestarsi dell'incertezza sulla situazione politica internazionale e sulle sue possibili ripercussioni all'interno degli Stati Uniti. Alla diminuzione di valore del dollaro ha inoltre contribuito l'ampliamento del deficit delle partite correnti degli Stati Uniti; nella seconda metà degli anni ottanta, in quel paese disavanzi comparabili furono seguiti da un forte deprezzamento del tasso di cambio effettivo. La debolezza delle principali borse statunitensi, intensificata dall'emergere di irregolarità contabili, ha peggiorato le aspettative degli investitori sulla capacità degli Stati Uniti di finanziare tale disavanzo. L'andamento del tasso di cambio tra dollaro ed euro ha infine risentito della contrazione del differenziale tra i tassi a lungo termine statunitensi e quelli dell'area; sebbene nel breve periodo si registrino scostamenti significativi, la correlazione negativa tra variazioni del differenziale di rendimento e l'andamento del tasso di cambio a pronti risulta abbastanza robusta su un orizzonte lungo.

L'apprezzamento del cambio dell'euro si è accompagnato, nel 2002, a un afflusso netto per investimenti diretti e di portafoglio verso l'area per 65,1 miliardi di euro, valore per la prima volta positivo dall'avvio della terza fase della UEM (cfr. il capitolo della sezione B: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero dell'Italia*). Il risultato riflette afflussi netti per investimenti di portafoglio per 110,6 miliardi di euro (64,7 nel 2001) e deflussi netti per investimenti diretti pari a 45,5 miliardi di euro (102,8 nel 2001).

Il rafforzamento della valuta dell'area è proseguito nel 2003. Tra l'inizio di gennaio e la metà di maggio il cambio nominale effettivo si è apprezzato del 7,2 per cento. A differenza di quanto accaduto nel 2002 hanno contribuito, in misura quasi equivalente, i cambi bilaterali nei confronti della sterlina inglese (8,4 per cento), dello yen giapponese (7,3 per cento) e del dollaro statunitense (10,0 per cento). Dagli inizi di marzo il cambio tra euro e dollaro ha mostrato un'accentuata volatilità. Dopo un temporaneo deprezzamento nella settimana precedente all'avvio del conflitto in Iraq, la valuta europea è tornata ad apprezzarsi, superando i massimi toccati all'inizio di marzo.

*Un'analisi degli effetti della politica monetaria negli Stati Uniti sulle principali variabili macroeconomiche dell'area dell'euro, ricostruite sulla base dei dati nazionali degli Sta-*

*ti membri per il periodo tra il 1980 e il 2002, indica alcune regolarità. In seguito a una riduzione del tasso sui federal funds, il prodotto reale dell'area è di norma aumentato, fino a raggiungere il punto di massima espansione in un periodo compreso tra sei e nove trimestri (0,3 punti percentuali per ogni punto di riduzione del tasso d'interesse degli Stati Uniti); il cambio dell'euro si è apprezzato nell'immediato nei confronti del dollaro, per deprezzarsi successivamente, in linea con la teoria della parità scoperta dei tassi d'interesse; il tasso d'interesse a breve termine dell'area ha seguito quello degli Stati Uniti, in un arco di tempo di due trimestri; il saldo delle partite correnti dell'area con gli Stati Uniti è variato in misura trascurabile.*

Nella riunione dell'8 maggio 2003 il Consiglio direttivo della BCE ha effettuato un riesame complessivo della strategia di politica monetaria, tenendo conto del dibattito pubblico e degli studi svolti dall'Eurosistema. Il Consiglio ha ritenuto che l'esperienza fin qui condotta sia stata positiva. È stata riconfermata la definizione di stabilità dei prezzi annunciata nell'ottobre 1998: "un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento ... in un orizzonte di medio termine". È stato chiarito che la stabilità dei prezzi verrà perseguita mantenendo l'inflazione in prossimità del 2 per cento nel medio periodo; questa precisazione sottolinea l'impegno della BCE a fornire un margine di sicurezza a salvaguardia anche dai rischi di deflazione.

*Sono state introdotte modifiche alle modalità di presentazione delle decisioni, al fine di rendere più chiara la comunicazione con il mercato. Le decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un esame ad ampio raggio dei rischi per la stabilità dei prezzi. La dichiarazione introduttiva del Presidente sulle decisioni di politica monetaria anteporrà all'analisi degli indicatori monetari quella di un'ampia gamma di indicatori economici. Le due analisi, cui seguirà un giudizio di sintesi, offrono informazioni complementari riferite a orizzonti temporali diversi. Allo scopo di precisare la natura di lungo periodo del valore di riferimento per la crescita della moneta il Consiglio ha stabilito di non effettuare più una revisione annuale di tale valore.*

### ***La moneta e il credito***

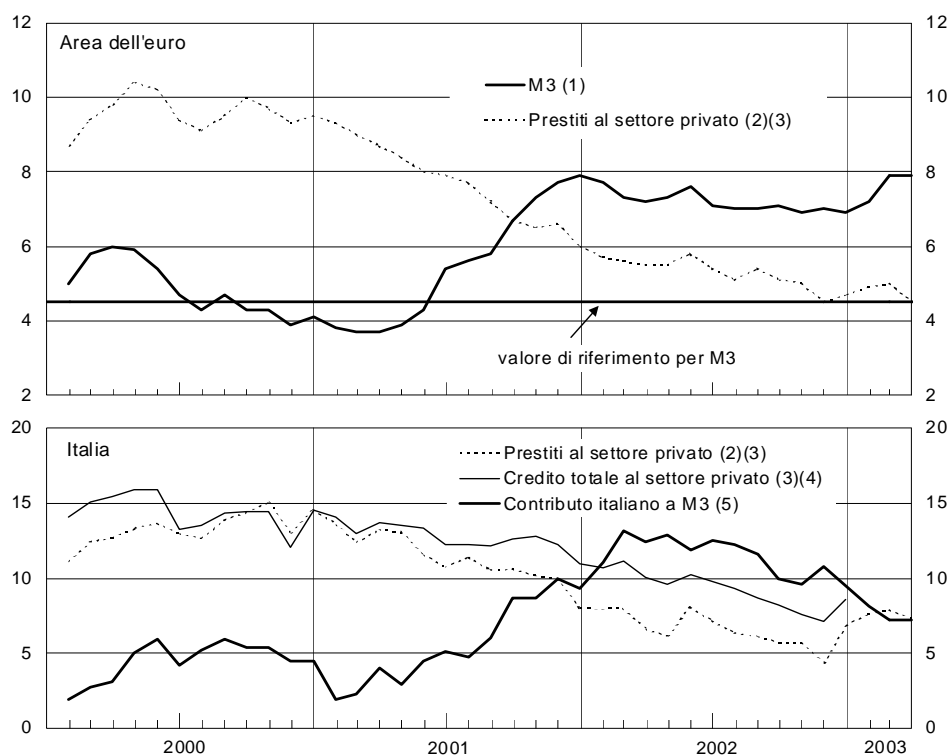
Nel 2002 la moneta M3 è cresciuta a ritmi elevati. La crescita sui dodici mesi si è collocata al 6,9 per cento nella media dell'ultimo trimestre dell'anno, in diminuzione rispetto a quanto registrato nello stesso periodo del 2001 (7,6 per cento; fig. D5); è salita al 7,7 per cento nella media del primo trimestre del 2003.

La sostenuta espansione della moneta è pressoché interamente attribuibile all'aumento della domanda, sospinta da diversi fattori. L'elevata volatilità dei mercati finanziari nel corso dell'anno (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*) ha indotto gli investitori ad accrescere nei loro portafogli

la quota di attività monetarie. Allo spostamento verso attività più liquide hanno contribuito l'incertezza derivante dalle tensioni internazionali e il basso livello dei tassi d'interesse, sia a breve sia a lungo termine. La crescita della M3 è stata influenzata anche dal cambio dell'unità monetaria iniziato nel gennaio 2002: la dinamica del circolante ha risentito della ricostituzione delle scorte di biglietti, avviata sia da residenti nell'area dell'euro sia da operatori esterni all'area dopo la sostituzione del segno monetario. L'aggregato più ristretto M1 è risultato in forte accelerazione durante tutto il 2002, riflettendo una crescita del circolante (42,7 per cento sui dodici mesi nel dicembre 2002, contro -32,4 nel corrispondente mese del 2001) solo parzialmente compensata dal rallentamento dei depositi in conto corrente (5,9 per cento, contro 13,1).

Fig. D5

**AGGREGATI MONETARI E CREDITIZI**  
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tenere conto degli effetti di calendario; cfr. il comunicato stampa della BCE del 26 luglio 2001. - (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). - (3) Il settore privato comprende famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari, altre istituzioni finanziarie; corrisponde al settore "altri residenti" nelle statistiche armonizzate del SEBC. - (4) Comprende, oltre ai prestiti erogati dalle IFM, le obbligazioni e i finanziamenti dall'estero. - (5) Non comprende il circolante.

Dal lato delle contropartite di M3 i finanziamenti totali concessi ai residenti dell'area dell'euro dalle Istituzioni finanziarie monetarie hanno de-

lerato, al 4,7 per cento nel 2002, dal 6,7 nel 2001. Nel primo trimestre del 2003 la dinamica si è stabilizzata; il tasso di crescita sui dodici mesi si è collocato al 4,6 per cento in marzo. Alla luce dei fattori menzionati, e considerando anche la persistente debolezza dell'attività economica, la crescita sostenuta della moneta nell'area non ha rappresentato un elemento di preoccupazione per le prospettive dell'inflazione.

Tav. D1

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

Periodo	Credito totale						Attività finanziarie (4)					
	Debito Amm. pubbliche (2)		Finanziamenti totali al settore privato (3)				Sull'interno				Sull'estero	
			Prestiti bancari	Obbligazioni sull'interno	Dal'estero	Att. mon., altri dep. e BOT	Titoli a m./l. termine	Altre att. finanz. (5)				
<i>Tassi di crescita sui 12 mesi</i>												
2000 - dic.	6,8	1,2	14,5	14,5	20,5	13,8	5,2	3,2	2,8	4,2	-3,6	9,7
2001 - dic.	6,9	3,7	11,0	7,9	114,3	15,0	5,5	7,3	6,6	9,3	-15,9	1,8
2002 - gen.	7,0	4,0	10,7	7,9	111,7	13,5	5,5	8,1	7,1	10,4	-14,6	-0,1
feb.	7,0	3,8	11,1	8,0	145,0	13,4	6,0	9,5	8,0	12,6	-15,0	-1,4
mar.	6,8	4,1	10,1	6,6	118,9	15,4	6,1	9,9	8,3	12,9	-13,4	-2,0
apr.	6,4	3,7	9,6	6,1	119,5	15,0	5,2	9,9	8,0	13,2	-13,1	-4,5
mag.	6,4	3,3	10,2	8,1	80,9	11,7	4,9	9,7	7,7	13,0	-11,9	-5,2
giu.	6,2	3,2	9,7	7,2	61,2	14,7	4,9	10,6	8,6	14,0	-11,4	-7,4
lug.	6,4	4,0	9,3	6,3	65,6	15,2	4,6	10,3	8,5	13,4	-10,5	-7,9
ago.	6,2	4,2	8,6	6,1	69,7	11,8	5,4	10,5	8,1	14,1	-8,6	-5,9
set.	6,1	4,3	8,2	5,7	62,4	11,9	4,6	9,2	6,8	13,1	-20,1	-5,9
ott.	5,7	4,2	7,6	5,7	49,3	9,8	4,1	8,8	5,9	13,3	-20,2	-6,7
nov.	5,8	4,6	7,1	4,3	49,5	13,6	4,3	9,6	7,0	13,7	-20,1	-7,5
dic.	5,4	2,6	8,6	6,8	31,1	12,2	3,0	8,4	6,1	12,0	-19,5	-9,3
2003 - gen.		3,0		7,6								
feb.		3,1		7,9								
mar.				7,3								
<i>Quote percentuali sulle consistenze</i>												
2000 - dic.	100,0	54,9	45,1	36,7	0,7	7,7	100,0	68,2	36,5	29,7	2,0	31,8
2001 - dic.	100,0	53,3	46,7	36,8	1,5	8,3	100,0	69,2	37,2	30,9	1,1	30,8
2002 - dic.	100,0	51,5	48,5	37,6	1,9	9,0	100,0	73,8	39,6	33,4	0,8	26,2

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. - (2) Secondo la definizione della UE. - (3) 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; corrisponde al settore "altri residenti" nelle statistiche armonizzate del SEBC. - (4) Per la definizione del settore detentore, cfr. la nota (3). - (5) La voce è composta dai depositi cauzionali di imprese e dalle azioni detenute dai fondi comuni non monetari.

*Storicamente, una forte crescita monetaria si è accompagnata a tutti gli episodi di elevata inflazione. La crescita della moneta tuttavia non fornisce necessariamente informazioni rilevanti per la conduzione della politica monetaria nel breve periodo. In linea di principio, l'analisi degli aggregati monetari può risultare utile se la conoscenza degli shock che influenzano l'economia è imperfetta e l'informazione sull'andamento di alcune variabili, come il PIL, si rende disponibile con ritardo. Un modello stimato per l'economia dell'area dell'euro che incorpora simili caratteristiche suggerisce, tuttavia, che il contenuto informativo dell'aggregato ampio M3 non consente di ridurre significativamente l'incertezza relativa agli shock sull'economia. Al contrario, secondo questo modello, l'utilizzo di alcuni indicatori di natura reale, per esempio il costo del lavoro per unità di prodotto, permette di diminuire la volatilità delle variabili obiettivo della politica monetaria.*

In Italia, la crescita degli aggregati monetari è stata più elevata che nel resto dell'area, riflettendo soprattutto la ricomposizione dei portafogli delle famiglie, particolarmente intensa nel corso dell'anno (cfr. il capitolo: *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese*). Al netto del circolante (non più misurabile a livello nazionale dopo l'introduzione delle banconote e delle monete in euro), la crescita sui dodici mesi del contributo italiano alla M3 dell'area è stata del 9,5 per cento nel 2002 (9,3 nel 2001). Tale dinamica ha riflesso prevalentemente l'andamento delle componenti a più breve termine, come i depositi in conto corrente, i depositi con durata prestabilita fino a due anni e le quote di fondi comuni monetari. Nei primi mesi del 2003 la crescita del contributo italiano alla M3 si è ridotta.

I finanziamenti complessivi al settore privato in Italia hanno registrato un rallentamento (8,6 per cento nel 2002, contro 11,0 nel 2001; tav. D1), riflettendo la moderazione della dinamica dei prestiti bancari e la marcata decelerazione delle emissioni obbligazionarie. In condizioni di offerta non restrittive, il rallentamento dei finanziamenti è spiegato dalla debolezza della domanda (cfr. il capitolo: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*). Le attività finanziarie complessive del settore privato sono aumentate nel 2002 del 3,0 per cento.

### ***Le operazioni del mercato monetario***

Nel 2002 le riserve in eccesso detenute dalle istituzioni creditizie italiane sono risultate pari in media allo 0,43 per cento della riserva obbligatoria, in linea con l'anno precedente (0,45; tav. D2). Il corrispondente valore per l'area dell'euro ha invece registrato un aumento, dallo 0,55 per cento nel 2001 allo 0,61, a cui avrebbero contribuito, nei mesi di gennaio e febbraio, fattori straordinari collegati all'introduzione dei biglietti e delle monete in euro. In questo periodo, in un contesto di incertezza e di condizioni di liquidi-

tà tese, il tasso Eonia è rimasto al di sopra del tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali.

Tav. D2

### INDICATORI DEL MERCATO MONETARIO

(dati medi per il periodo indicato)

Voci	2000		2001	2002	1° gen.-30 apr. 2003	
	1° gen.-26 giu. (aste a tasso fisso)	27 giu.-31 dic. (aste a tasso variabile)	Aste a tasso variabile			
<b>Operazioni di rifinanziamento principali</b>						
Volumi (mld. euro) (1)						
Area dell'euro .....	159,0	137,0	179,7	158,3	132,0	176,1
Italia .....	24,4	26,5	22,4	13,6	7,9	6,9
Quota Italia (2) .....	15,5	19,2	12,3	8,3	6,1	4,0
Offerta/domanda (3) .....	32,1	2,7	58,2	67,0	59,3	74,7
Numero di partecipanti per asta						
Area dell'euro .....	721	814	640	410	307	259
Italia .....	41	44	37	25	18	14
Volatilità del tasso Eonia (4) ..	14,2	17,0	11,1	14,6	11,5	15,1
Differenza tra Eonia e tasso d'asta (5) .....	5,5	10,2	1,3	6,7	2,3	4,6
Riserve in eccesso (6)						
Area dell'euro .....	0,65	0,68	0,62	0,55	0,61	0,53
Italia .....	0,49	0,48	0,50	0,45	0,43	0,41
<b>Operazioni su iniziativa delle controparti (7)</b>						
Rifinanziamento marginale						
Area dell'euro .....	0,34	0,41	0,28	0,60	0,22	0,18
Italia .....	0,14	0,23	0,05	0,37	0,04	0,00
Depositi overnight						
Area dell'euro .....	0,49	0,77	0,24	0,35	0,16	0,18
Italia .....	0,34	0,46	0,23	0,09	0,08	0,05

(1) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti netti 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 nell'area. - (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.

*Durante le fasi di sostituzione del contante il sistema bancario ha aumentato le scorte di liquidità a causa della difficoltà di prevedere i propri flussi di cassa. Nelle prime due settimane del 2002 la domanda di banconote in euro è stata superiore alle previsioni, a fronte di un ritmo di consegna delle banconote in valuta nazionale dal sistema bancario all'Euro-sistema inferiore alle attese. Nel periodo di mantenimento della riserva obbligatoria terminante il 23 gennaio sono state effettuate due operazioni di fine-tuning volte a immettere liquidità nel sistema. Tali operazioni, di ammontare rispettivamente pari a 57,6 e 59,4 miliardi di euro, sono state condotte tramite aste a tasso variabile con un tasso minimo di offerta del 3,25 per cento e scadenza overnight.*

Nel complesso dell'anno, la volatilità dei tassi d'interesse del mercato monetario è rimasta su livelli contenuti: la deviazione standard delle variazioni giornaliere del tasso Eonia è stata pari a 11,5 centesimi di punto percentuale (contro 14,6 nel 2001).

*Stime econometriche evidenziano che l'elasticità della domanda di riserve delle banche italiane al tasso overnight risulta relativamente elevata nel confronto con gli altri paesi dell'area dell'euro. Emerge inoltre una correlazione positiva tra l'elasticità e la dimensione della banca. È soprattutto il comportamento delle grandi banche, molto reattive ai tassi d'interesse, che determina l'andamento della domanda di riserve a livello aggregato; per le banche di minore dimensione, l'elasticità risulta pressoché nulla. A parità di classe dimensionale, la reattività ai tassi è minore per le banche caratterizzate da elevata incertezza circa i flussi giornalieri netti di cassa.*

Nel corso del 2002 la consistenza media giornaliera di finanziamenti netti posti in essere attraverso le operazioni di rifinanziamento principali è stata di 132 miliardi di euro (158 nel 2001); le controparti italiane hanno ricevuto finanziamenti pari in media al 6,1 per cento del totale (8,3 nel 2001). Il numero medio dei partecipanti alle aste è diminuito rispetto all'anno precedente (da 410 a 307 nell'area e da 25 a 18 in Italia), riflettendo anche la riduzione del differenziale tra il tasso Eonia e il tasso di aggiudicazione alle aste (da 6,7 centesimi nella media del 2001 a 2,3 centesimi nel 2002). Questo differenziale è risultato nell'anno sostanzialmente nullo se si escludono i giorni di forte volatilità che seguono l'ultima operazione di rifinanziamento principale del periodo di mantenimento e i giorni successivi al verificarsi di una carenza di richieste di fondi in asta (*underbidding*).

Anche la domanda di fondi alle aste si è in media ridotta nel 2002, riflettendo le aspettative di una diminuzione dei tassi ufficiali, prevalenti per gran parte dell'anno. Il rapporto tra quantità assegnata e domandata è risultato in media pari al 59,3 per cento (67,0 nel 2001). Non si sono peraltro registrati significativi episodi di *underbidding* nei giorni precedenti le riunioni del Consiglio direttivo. Nell'asta del 18 dicembre, successiva alla decisione di ridurre i tassi ufficiali, si è verificata una scarsità di domanda. Al fine di soddisfare il conseguente fabbisogno di liquidità, nello stesso giorno la BCE ha

condotto un'operazione di *fine-tuning*, con scadenza settimanale, mediante la quale ha collocato 10 miliardi di euro a un tasso marginale e medio ponderato pari, rispettivamente, al 2,80 e 2,82 per cento.

Il 7 ottobre l'Eurosistema ha avviato una consultazione al fine di raccogliere le opinioni degli operatori su misure volte a evitare che in presenza di aspettative di riduzione dei tassi ufficiali la domanda in asta risulti insufficiente.

*Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, il 23 gennaio 2003, di ridefinire il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria, in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla prima riunione del mese del Consiglio direttivo (in cui si discutono le decisioni relative alla politica monetaria). L'eventuale modifica del tasso d'interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti (refinanziamento marginale e depositi overnight) avrà effetto in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento. Ciò eviterà, di norma, che si verifichino variazioni dei tassi ufficiali all'interno del periodo di mantenimento, la cui aspettativa ha talora dato luogo a fenomeni di underbidding alle aste. Inoltre, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali sarà ridotta da due a una settimana. Queste modifiche diverranno operative nel corso del primo trimestre del 2004.*

La consistenza media giornaliera dei fondi distribuiti nell'area mediante operazioni di rifinanziamento a più lungo termine è stata pari a 55 miliardi di euro nel 2002 (57 nel 2001). In media hanno partecipato a queste operazioni 176 banche dell'area (225 nel 2001). Il ricorso da parte delle banche italiane alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine è stato molto limitato: in media, 3 banche italiane (7 nel 2001) si sono aggiudicate una quota pari allo 0,1 per cento dei fondi distribuiti (1,0 nel 2001).

*I partecipanti alla consultazione promossa dall'Eurosistema hanno ritenuto le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine un importante canale di approvvigionamento di liquidità per le controparti dell'area con un limitato accesso al mercato interbancario. Il Consiglio direttivo della BCE ha pertanto deciso di mantenere operativo questo strumento.*

Nell'area dell'euro il ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti è stato complessivamente limitato nel 2002, rispettivamente pari in media allo 0,22 e allo 0,16 per cento dell'obbligo di riserva. In Italia, le consistenze del rifinanziamento marginale e dei depositi overnight presso la Banca d'Italia sono state in media pari a 6 e 11 milioni di euro, rispettivamente lo 0,04 e lo 0,08 per cento dell'obbligo di riserva.

## **IL RISPARMIO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE E IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE**

In presenza di una dinamica contenuta del reddito disponibile e di un aumento delle spese per l'acquisto di abitazioni, nel 2002 il risparmio finanziario delle famiglie italiane è sceso al 5,9 per cento del PIL (8,7 nel 2001; tav. D3). È proseguito il processo di riallocazione delle attività finanziarie a favore dei titoli obbligazionari e delle attività liquide. Il forte calo dei corsi azionari ha determinato una diminuzione del peso delle azioni sul complesso delle attività finanziarie e una contrazione del valore della ricchezza finanziaria; l'effetto negativo sul complesso della ricchezza delle famiglie è stato in parte compensato dall'aumento dei prezzi delle abitazioni. L'indebitamento delle famiglie resta basso, pur continuando a espandersi a ritmi sostenuti.

La redditività operativa delle società non finanziarie è lievemente diminuita in rapporto al valore aggiunto. In presenza di un calo degli oneri finanziari, riconducibile alla discesa dei tassi di interesse, l'autofinanziamento è rimasto pressoché stabile in rapporto al valore aggiunto; si è invece ridotto in rapporto agli investimenti (comprensivi delle scorte). Il fabbisogno finanziario delle imprese è risultato pari al 2,6 per cento del PIL (3,3 per cento nel 2001). I debiti finanziari hanno rallentato, come risultato di una contrazione della componente a breve termine e di una accelerazione di quella a medio e a lungo termine. Il grado di indebitamento (il rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto) è cresciuto, anche per effetto del calo dei valori di borsa.

*I dati della Centrale dei bilanci, disponibili fino al 2001, mostrano che gli utili netti delle imprese censite si erano quell'anno contratti, dall'1,9 all'1,1 per cento del totale dell'attivo. Il calo si era concentrato nelle imprese di maggiore dimensione. La redditività risultava differenziata a seconda dell'area geografica: nel 2001 gli utili netti erano maggiori per le imprese del Centro Nord (1,2 per cento dell'attivo) rispetto a quelle del Mezzogiorno (0,1 per cento).*

Alla fine del 2002 la consistenza delle attività finanziarie complessive del Paese era pari a 8.700 miliardi di euro e a 6,9 volte il PIL, un valore, quest'ultimo, analogo a quello del 2001.

**SALDI FINANZIARI DELL'ITALIA (1)**  
(milioni di euro e valori percentuali)

Settori	1999	2000	2001	2002
Famiglie .....	71.637	79.724	106.071	74.209
di cui: <i>con l'estero</i> .....	33.029	31.943	22.314	-11.582
Società non finanziarie .....	-10.662	-60.861	-40.305	-32.775
di cui: <i>con l'estero</i> .....	6.836	9.819	7.093	18.155
Amministrazioni pubbliche .....	-26.180	-7.350	-30.273	-32.191
di cui: <i>con l'estero</i> .....	-98.721	-49.525	-10.481	-27.764
Istituzioni finanziarie monetarie .....	-6.526	-3.042	-9.601	5.890
di cui: <i>con l'estero</i> .....	-33.798	-28.516	-25.179	36.665
Altri intermediari finanziari (2) .....	1.631	3.004	-26.707	-31.390
di cui: <i>con l'estero</i> .....	88.822	38.366	-3.232	-23.349
Imprese di assicurazione (3) .....	-23.740	-12.640	-2.732	13.868
di cui: <i>con l'estero</i> .....	9.992	-3.251	5.940	5.487
Resto del mondo .....	-6.160	1.165	3.547	2.389
	<i>In percentuale del PIL</i>			
Famiglie .....	6,5	6,8	8,7	5,9
Società non finanziarie .....	-0,9	-5,2	-3,3	-2,6
Amministrazioni pubbliche .....	-2,4	-0,6	-2,5	-2,6
Società finanziarie (4) .....	-2,6	-1,1	-3,2	-0,9
Resto del mondo .....	-0,6	0,1	0,3	0,2
	<i>In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (5)</i>			
Famiglie .....	4,3	4,4	6,7	3,9
Società non finanziarie .....	-0,3	-4,3	-2,5	-1,7
Amministrazioni pubbliche .....	-0,1	1,9	-0,5	-0,6
Fonte: Banca d'Italia.				
(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: <i>Note metodologiche</i> . 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.				

*Per il complesso dell'area dell'euro la consistenza delle attività finanziarie dei soli settori residenti si commisurava, alla fine del 2000, a 7,6 volte il PIL, valore non discosto da quello osservato per gli Stati Uniti; in Italia tale rapporto era pari a 6,2. In Francia, Germania e Italia le attività finanziarie nette delle famiglie erano pari in media a circa 2,6 volte il reddito disponibile (2,9 in Italia); sommandovi il valore delle abitazioni, la ricchezza netta*

era pari a circa 6,5 volte il reddito disponibile nel complesso dei tre maggiori paesi dell'area, un valore non discosto da quello osservato in Italia.

*Le passività emesse dalle istituzioni finanziarie e detenute dai settori non finanziari residenti erano pari a 1,6 volte il PIL nell'area dell'euro, contro oltre 2 negli Stati Uniti. In Italia il rapporto risultava inferiore (1,1), in parte per il minor peso dei fondi pensione e delle assicurazioni. Le differenze tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro erano maggiori per le attività finanziarie emesse direttamente sui mercati (come le azioni e le obbligazioni), pari rispettivamente, a 2,4 e a 1,7 volte il PIL, valore, quest'ultimo, a cui anche l'Italia si allineava. Tra gli emittenti del settore finanziario, nell'area dell'euro risultano predominanti le istituzioni creditizie, sebbene nella seconda metà degli anni novanta si sia verificata una ricomposizione dei portafogli in favore di strumenti emessi da intermediari non bancari (quali, ad esempio, fondi comuni di investimento e assicurazioni). Rimangono notevoli differenze tra paesi riguardo allo sviluppo dei fondi pensione e delle assicurazioni, riconducibili a loro volta soprattutto al diverso grado di copertura previdenziale garantita dal settore pubblico. Dal lato del passivo finanziario delle imprese, l'aumento del peso delle azioni e delle obbligazioni è un fenomeno comune ai diversi paesi dell'area dell'euro. Negli anni scorsi è anche cresciuto in tutti i paesi dell'area il peso delle attività finanziarie sull'estero.*

### ***Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie***

In Italia nel 2002 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 sceso a 74,2 miliardi di euro (106,1 miliardi nel 2001; tav. D4). La riduzione ha riflesso la crescita modesta del reddito disponibile (cfr. nella sezione B il capitolo: *La domanda*) e la maggiore propensione a investire in immobili.

*Al netto della perdita di potere d'acquisto determinata dall'inflazione sulla consistenza delle attività finanziarie nette (2,0 per cento del PIL, come nel 2001), nel 2002 il risparmio finanziario delle famiglie risulta pari al 3,9 per cento del PIL (6,7 nel 2001).*

In un periodo caratterizzato da turbolenze sui mercati borsistici (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*) e da incertezze sull'evoluzione ciclica dell'economia mondiale, le famiglie hanno mantenuto elevati gli investimenti in titoli obbligazionari a medio e a lungo termine (61,9 miliardi, 62,6 nel 2001) e nei depositi bancari a vista (33,0 miliardi, contro 29,1 nel 2001), mentre hanno ceduto quote di fondi comuni (-2,6 miliardi) e ridotto gli acquisti netti di azioni (6,1 miliardi, contro 11,3 nel 2001). L'ammontare dei titoli a breve termine è diminuito.

*Il peso delle azioni sul totale delle attività finanziarie delle famiglie era pari alla fine dell'anno al 16,6 per cento, contro il 22,3 alla fine del 2001 e il 28,1 a fine 2000. La riduzione, in ampia misura attribuibile al calo dei corsi di borsa, è stata comune ai principali paesi industriali.*

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

Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	Dicembre 2002	Composizione percentuale		2001	2002
		Dicembre 2001	Dicembre 2002		
<b>ATTIVITÀ</b>					
Biglietti e depositi a vista .....	433.350	15,3	17,2	18.959	31.646
di cui: <i>depositi bancari</i> .....	384.664	13,4	15,3	29.147	32.963
Altri depositi .....	288.532	10,6	11,4	12.304	11.572
<i>Bancari</i> .....	101.248	3,9	4,0	-3.161	-836
<i>Postali</i> .....	187.284	6,7	7,4	15.465	12.408
Titoli a breve termine .....	14.209	1,0	0,5	3.452	-17.731
Titoli a medio e a lungo termine .....	510.370	16,7	20,3	47.646	56.261
di cui: <i>pubblici</i> .....	204.188	6,7	8,1	9.230	20.613
Quote di fondi comuni .....	309.342	13,5	12,3	-8.547	-736
Azioni e partecipazioni .....	351.810	18,7	14,0	-71	350
Attività sull'estero .....	194.049	9,7	7,7	22.314	-11.582
di cui: <i>depositi</i> .....	10.180	1,1	0,4	949	-20.395
<i>titoli a breve termine</i> .....	124	0,0	0,0	56	-733
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	91.976	3,5	3,7	14.992	5.640
<i>azioni e partecipazioni</i> .....	67.298	3,6	2,6	11.384	5.726
<i>quote di fondi comuni</i> .....	24.469	1,5	1,0	-5.065	-1.823
Riserve per premi di assicurazione (2) .	401.911	13,9	16,0	36.107	36.418
Altre attività (3) .....	15.094	0,6	0,6	-6.052	746
<b>Totale attività ...</b>	<b>2.518.667</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>126.112</b>	<b>106.944</b>
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti a breve termine (4) .....	54.944	14,9	13,6	330	-304
di cui: <i>bancari</i> .....	54.237	14,8	13,5	353	-351
Debiti a medio e a lungo termine (5) ...	249.390	60,1	61,9	16.909	27.396
di cui: <i>bancari</i> .....	228.016	54,6	56,6	16.651	26.490
Altre passività finanziarie (6) .....	98.633	25,0	24,5	2.802	5.644
<b>Totale passività ....</b>	<b>402.967</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>20.041</b>	<b>32.735</b>
<b>Saldo ...</b>	<b>2.115.700</b>			<b>106.071</b>	<b>74.209</b>

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) La voce è costituita da: riserve assicurative dei rami vita e danni, fondi pensione e TFR. - (3) La voce è costituita da: crediti commerciali e altre partite minori. - (4) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. (5) Includono anche i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. - (6) La voce è costituita da: fondi di quiescenza e altre partite minori.

Considerando il complesso delle azioni e delle quote di fondi comuni, tra la fine del 2000 e quella del 2001 la riduzione del loro peso sul totale delle attività finanziarie delle famiglie è stata di oltre otto punti percentuali in Italia, a fronte di un calo di circa cinque punti nella media dei maggiori paesi dell'area dell'euro (tav. D5). In una fase di forte caduta dei corsi azionari, il portafoglio delle famiglie italiane si è orientato soprattutto verso l'investimento in obbligazioni private e pubbliche e depositi; negli altri principali paesi dell'area verso i depositi e le attività nei confronti di assicurazioni e fondi pensione privati.

Tav. D5

**COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE (1)**  
(consistenze 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
		<i>Quote percentuali sul totale</i>				<i>In rapporto al PIL</i>	
Francia . . . . .	1995	36,0	5,1	34,1	24,8	1,65	0,43
	2000	25,5	2,1	45,9	26,5	2,29	0,47
	2001	27,3	2,1	41,5	29,1	2,12	0,46
Germania . . . . .	1995	41,7	13,5	17,9	26,9	1,56	0,66
	2000	34,1	10,1	27,0	28,8	1,79	0,74
	2001	34,4	10,4	24,9	30,3	1,77	0,73
Giappone (4) . . .	1995	49,7	6,8	13,8	29,7	2,55	0,81
	2000	53,0	4,4	11,1	31,5	2,76	0,78
	2001	54,5	4,1	9,7	31,7	2,77	0,78
Italia . . . . .	1995	39,9	30,6	18,5	11,0	1,72	0,21
	2000	24,3	18,5	44,4	12,8	2,34	0,31
	2001	27,7	21,2	36,0	15,1	2,06	0,31
Regno Unito . . . .	1995	24,2	2,1	18,5	55,2	2,61	0,72
	2000	20,4	1,4	22,7	55,5	3,25	0,76
	2001	24,4	1,5	18,9	55,2	2,91	0,84
Stati Uniti (5) . . .	1995	15,3	8,9	45,0	30,8	2,92	0,69
	2000	13,0	7,0	48,4	31,6	3,44	0,76
	2001	14,8	7,2	45,8	32,2	3,20	0,80
<i>Per memoria:</i>							
Euro 4 (6) . . . . .	1995	40,7	14,1	23,6	21,6	1,61	0,48
	2000	29,2	8,9	39,2	22,7	2,06	0,55
	2001	31,1	9,5	34,6	24,8	1,94	0,55

Fonte: Eurostat, se non altrimenti specificato nelle note.

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) 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*, 1995-2002. Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro. - (6) Media ponderata di Francia, Germania, Italia e Spagna.

Le attività sull'estero sono diminuite (-11,6 miliardi, a fronte di un aumento di 22,3 nel 2001). I disinvestimenti si sono concentrati nella prima parte dell'anno, in concomitanza con il provvedimento volto a facilitare il rientro dei capitali dall'estero (il cosiddetto scudo fiscale).

È proseguita la tendenza delle famiglie ad aumentare l'indebitamento lordo, in larga misura per l'acquisto di abitazioni. L'espansione delle passi-

ività è risultata più sostenuta rispetto all'anno precedente (32,7 contro 20,0 miliardi). In particolare, i debiti nei confronti delle banche e degli altri intermediari creditizi sono aumentati di 27,1 miliardi (17,2 nel 2001). In rapporto alla consistenza delle attività finanziarie, l'ammontare delle passività è salito al 16,0 per cento, valore che resta nettamente inferiore a quello osservato nei principali paesi industriali (pari, nel 2001, al 28 per cento nella media dei principali paesi dell'area dell'euro, al 25 negli Stati Uniti e al 29 nel Regno Unito).

*L'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane indica che nel 2000 quelle indebitate erano il 18 per cento del totale; la percentuale era del 20 per cento al Centro Nord, contro il 13 nel Mezzogiorno. Anche la quota di famiglie che aveva contratto debiti per l'acquisto o la ristrutturazione di immobili risultava superiore al Centro Nord (11 per cento, a fronte del 6 nel Mezzogiorno). Per la famiglia media le passività finanziarie erano pari al 7 per cento del totale delle attività al Centro Nord e all'11 per cento nel Mezzogiorno.*

### ***La composizione della ricchezza delle famiglie e la sua distribuzione territoriale***

Alla fine del 2001, secondo stime preliminari basate sui dati dei Conti finanziari e dei Conti nazionali, la consistenza della ricchezza netta delle famiglie consumatrici italiane ammontava a poco meno di 6.400 miliardi di euro, pari a 5 volte il PIL. Il 64,4 per cento della ricchezza lorda era costituito da attività reali (abitazioni, terreni e beni durevoli), la restante parte da attività finanziarie; le passività finanziarie risultavano contenute.

Nel periodo 1991-2001, caratterizzato da forti oscillazioni nei prezzi delle attività finanziarie e reali, l'espansione media annua della ricchezza delle famiglie è stata di circa il 5 per cento in termini nominali, superiore di due punti percentuali alla dinamica dei prezzi al consumo. La crescita nominale della componente finanziaria è stata pari al 7 per cento, a fronte di una espansione media annua del 5 per cento delle attività reali.

*L'andamento della ricchezza delle famiglie italiane nello scorso decennio riflette le tendenze, spesso di segno opposto, dei prezzi delle attività. Mentre quelli delle abitazioni sono cresciuti in misura sostenuta nel periodo 1991-93 (di circa il 30 per cento in termini nominali), l'espansione della componente finanziaria si è concentrata nella seconda metà degli anni novanta, in presenza di un forte aumento dei corsi azionari. L'effetto negativo sulla ricchezza esercitato dal calo dei prezzi delle azioni nel 2001 è stato in parte compensato dalla crescita dei prezzi delle abitazioni.*

L'ammontare della ricchezza e il suo andamento nel tempo risultano differenziati a livello territoriale. Nel 2001 in quasi tutte le regioni del Centro

Nord la ricchezza pro capite superava la media nazionale (pari a 110.300 euro; tav. D6), mentre era inferiore alla media nel Mezzogiorno. In quell'anno la ricchezza netta delle famiglie del Mezzogiorno era pari a 4,8 volte il prodotto dell'area, contro 5,4 nel Centro Nord.

Tav. D6

### RICCHEZZA DELLE FAMIGLIE PER AREA GEOGRAFICA

(anno 2001 e valori in migliaia di euro a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)

Voci	Nord	Centro	Mezzogiorno	Italia
Attività reali (1) pro capite (a) .....	89,00	82,99	48,87	73,40
Attività finanziarie pro capite (b) .....	56,21	40,03	21,65	40,65
Debiti pro capite (c) .....	4,48	4,51	2,44	3,75
Ricchezza netta pro capite (a)+(b)-(c) .....	140,73	118,52	68,08	110,30
Rapporti percentuali				
Attività finanziarie/attività totali .....	38,7	32,5	30,7	35,6
Titoli rischiosi (2)/attività finanziarie (3) .....	43,8	29,4	17,9	37,2
Azioni (4)/attività finanziarie (3) .....	12,9	6,2	7,8	10,9
Famiglie con titoli rischiosi (2) (3)/totale famiglie ...	32,2	19,7	6,4	21,1

Fonte: Stime basate su dati dei Conti finanziari (2001), dell'Indagine sui bilanci delle famiglie e dei conti nazionali Istat (2001).  
 (1) Abitazioni, beni durevoli e terreni. - (2) Obbligazioni emesse da privati e prestiti alle cooperative, azioni italiane, quote di fondi comuni e gestioni patrimoniali. - (3) I rapporti sono calcolati sulla base dei dati del 2000 dell'Indagine sui bilanci delle famiglie; medie semplici dei valori campionari riportati all'universo. - (4) Includono le partecipazioni.

A livello di regioni, nel nostro paese le differenze in termini di ricchezza netta pro capite si erano attenuate tra il 1991 e il 1996; i divari sono nuovamente cresciuti nel quadriennio successivo, per ridiscendere nel 2001 sui livelli del 1996.

*Nella prima parte degli anni novanta le attività reali hanno rappresentato la principale determinante delle differenze della ricchezza pro capite tra le regioni: dopo l'aumento registrato tra il 1991 e il 1992, le differenze sono diminuite, per effetto del calo della dispersione dei prezzi degli immobili.*

*Nella seconda parte del decennio i divari hanno risentito principalmente del diverso peso delle attività finanziarie, nonché della composizione per tipo di strumento finanziario. I divari nella ricchezza finanziaria hanno raggiunto un massimo nel 2000, anno di picco delle quotazioni azionarie, per diminuire nel 2001. Le oscillazioni dei corsi borsistici hanno avuto un maggiore impatto nelle regioni del Nord, dove è più elevato il peso delle azioni rispetto alle altre regioni italiane.*

Tra il 1995 e il 2000, sulla base dei dati dell'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane, il peso delle azioni sulla ricchezza finanziaria è cresciuto dal 7 all'11 per cento al Centro Nord e dal 2 all'8 nel

Mezzogiorno. La quota di famiglie italiane che detiene azioni in via diretta rimane tuttavia limitata: nel 2000 era pari al 10 per cento, contro il 21 negli Stati Uniti nel 2001.

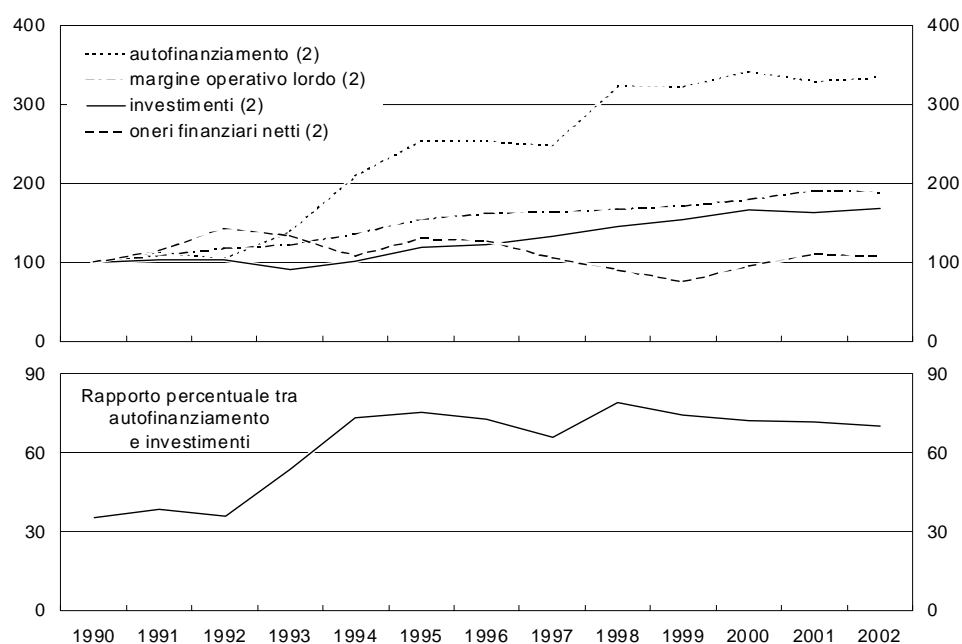
*In Italia gli investimenti in azioni da parte delle famiglie sono inferiori a quelli che sarebbero prevedibili in base alla rischiosità dei diversi strumenti. La probabilità di investire in azioni risulta crescente al crescere della ricchezza. Questo fenomeno è coerente con l'esistenza di costi fissi dell'investimento azionario. Tali costi includono sia la componente costituita dalle commissioni di intermediazione, sia gli oneri non monetari connessi con il reperimento di informazioni sull'andamento dei mercati finanziari e con la gestione del portafoglio.*

### **Il finanziamento e la situazione di liquidità delle imprese**

La fase di debolezza del ciclo si è riflessa lo scorso anno in un lieve calo della redditività operativa delle imprese: il margine operativo lordo (MOL) è sceso al 36 per cento del valore aggiunto, dal 37 del 2001. La riduzione dei tassi di interesse ha determinato una diminuzione degli oneri finanziari (fig. D6), che, in rapporto al valore aggiunto, sono scesi dal 5,5 al 5,2 per cento, un valore storicamente molto contenuto.

Fig. D6

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



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) Stima basata su dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1990-2001. I dati del 2002 sono stimati sulla base della contabilità nazionale annuale. Gli investimenti comprendono le scorte. Per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Indici: 1990=100.

*L'effetto limitato della dinamica congiunturale sulla redditività d'impresa emerge anche dall'indagine della Banca d'Italia sulle imprese dell'industria in senso stretto. Tra le aziende con almeno 50 addetti, la percentuale di quelle con bilanci in utile o in pareggio è scesa solo lievemente nel 2002, dall'84,9 all'84; è inoltre scesa, dal 72,1 al 69,3 per cento, la quota di imprese in utile. Tra le imprese con più di 500 addetti, la percentuale di quelle in utile o in pareggio è aumentata dal 75,3 all'82,2.*

L'autofinanziamento è rimasto stabile in rapporto al valore aggiunto (14,6 per cento). In presenza di una decelerazione degli investimenti fissi lordi e di un aumento della domanda di scorte, il grado di copertura degli investimenti con fondi generati all'interno delle imprese è leggermente sceso (al 70,1 per cento, dal 71,7 del 2001). Il fabbisogno finanziario è risultato pari a 32,8 miliardi (tav. D7).

In rapporto al PIL la consistenza delle passività finanziarie delle imprese italiane nel 2002 era pari a circa il 180 per cento.

Nel 2001 l'incidenza delle passività sul prodotto risultava in Italia inferiore a quella osservata nei principali paesi industriali, con l'eccezione della Germania (tav. D8). La consistenza delle passività al netto del totale delle attività finanziarie era pari al 71 per cento del PIL in Italia, contro una media dell'86 per cento nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro; negli Stati Uniti e nel Regno Unito la quota era pari al 112 e al 143 per cento, rispettivamente.

Nel 2002 le passività finanziarie lorde delle imprese sono cresciute di 114,6 miliardi (95,5 miliardi nel 2001). L'espansione dei debiti finanziari (sotto forma di prestiti o titoli), pari a 42,6 miliardi, è risultata più contenuta rispetto al 2001 (55,4 miliardi). I prestiti a breve termine si sono ridotti del 2 per cento (erano cresciuti del 3 nel 2001); nella seconda metà del 2001 avevano iniziato a decelerare, in concomitanza con il rallentamento delle operazioni di finanza straordinaria da parte delle imprese, spesso coperte con prestiti a breve scadenza. I finanziamenti a medio e a lungo termine sono cresciuti del 14 per cento nel 2002 (12 per cento nel 2001); l'aumento del peso relativo di questa componente è in atto dalla seconda metà degli anni novanta e riflette sia fattori strutturali, quali il processo di despecializzazione dell'attività bancaria, sia la riduzione del costo del credito a medio e a lungo termine. Di recente, vi hanno contribuito operazioni di ristrutturazione del passivo finanziario di alcune grandi imprese.

Le emissioni nette di obbligazioni hanno rallentato nel 2002 (9,3 miliardi, contro 10,8 nel 2001). In Italia, come nei principali paesi dell'area dell'euro, la crescita di queste passività era stata particolarmente intensa nel triennio 1999-2001; in quel periodo il peso dei titoli sui debiti finanziari è cresciuto di 0,6 punti percentuali in Germania (al 4,5 per cento), di 2,3 punti in Italia (al 5,6 per cento) e di 2,5 punti in Francia (al 23,3 per cento).

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

Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	Dicembre 2002	Composizione percentuale		2001	2002
		Dicembre 2001	Dicembre 2002		
<b>ATTIVITÀ</b>					
Biglietti e depositi a vista .....	111.869	8,8	8,1	9.191	6.305
Altri depositi .....	8.903	0,8	0,6	-1.954	-166
di cui: <i>bancari</i> .....	7.868	0,7	0,6	-2.001	-218
Titoli a breve termine .....	129	0,0	0,0	-1.168	-578
Titoli a medio e a lungo termine .....	31.723	2,3	2,3	-7.596	-5.217
di cui: <i>pubblici</i> .....	16.491	1,2	1,2	385	1.726
Azioni e partecipazioni .....	693.225	43,7	50,2	52.057	32.593
Quote di fondi comuni .....	4.302	0,4	0,3	-119	-10
Crediti commerciali .....	223.804	16,1	16,2	-9.951	30.422
Altre attività finanziarie (2) .....	48.776	4,1	3,5	-2.243	-1.332
Attività sull'estero .....	259.572	23,8	18,8	16.939	19.824
di cui: <i>depositi</i> .....	732	0,8	0,1	-2.493	-3.573
<i>crediti commerciali</i> .....	69.202	5,1	5,0	919	8.570
<i>titoli</i> .....	21.348	1,8	1,5	1.213	688
<i>azioni e partecipazioni</i> .....	111.332	11,6	8,1	15.134	9.798
<b>Totale attività</b> .....	<b>1.382.303</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>55.156</b>	<b>81.841</b>
<b>PASSIVITÀ</b>					
<b>Passività sull'interno</b> .....	<b>1.980.576</b>	<b>87,4</b>	<b>88,4</b>	<b>85.615</b>	<b>112.947</b>
Debiti a breve termine (3) .....	316.759	14,8	14,1	17.661	-261
di cui: <i>bancari</i> .....	287.891	13,6	12,8	16.452	-2.164
Debiti a medio e a lungo termine (4) .....	324.184	13,3	14,5	31.889	42.156
di cui: <i>bancari</i> .....	252.953	10,4	11,3	22.333	32.554
Titoli .....	21.577	0,6	1,0	4.497	6.709
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i> .....	17.701	0,5	0,8	3.918	6.005
Azioni e partecipazioni .....	988.907	44,9	44,1	35.920	29.075
Debiti commerciali .....	228.371	9,2	10,2	-10.154	31.043
Altre passività finanziarie (5) .....	100.778	4,6	4,5	5.802	4.225
<b>Passività sull'estero</b> .....	<b>260.563</b>	<b>12,6</b>	<b>11,6</b>	<b>9.846</b>	<b>1.669</b>
di cui: <i>debiti commerciali</i> .....	36.144	1,4	1,6	-75	5.687
<i>debiti finanziari</i> .....	101.597	4,9	4,5	1.337	-6.019
di cui: <i>titoli a medio e a lungo termine</i> .....	22.637	0,9	1,0	6.843	3.303
<i>azioni e partecipazioni</i> .....	119.498	6,1	5,3	9.215	5.876
<b>Totale passività</b> .....	<b>2.241.139</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>95.461</b>	<b>114.616</b>
<b>Saldo</b> .....	<b>-858.836</b>			<b>-40.305</b>	<b>-32.775</b>

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) La voce è costituita da: riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. - (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. - (4) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing. - (5) La voce è costituita da: fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

La raccolta di capitale di rischio è ammontata a 29,1 miliardi nella componente interna e a 5,9 miliardi in quella estera (rispettivamente, 35,9 e 9,2 miliardi nel 2001).

Tav. D8

**COMPOSIZIONE DELLE PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE (1)**  
(consistenze di fine periodo)

Paesi	Anni	Titoli	Prestiti	Azioni (2)	Debiti commerciali e altre passività (3)	Per memoria:	
						Passività finanziarie	Attività finanziarie
		<i>Quote percentuali sul totale</i>				<i>In rapporto al PIL</i>	
Francia . . . . .	1995	5,8	27,9	47,2	19,1	2,18	1,33
	2000	4,4	16,1	69,8	9,7	3,98	2,35
	2001	5,8	19,1	64,1	11,0	3,45	2,16
Germania . . . . .	1995	2,9	42,5	41,3	13,3	1,12	0,64
	2000	1,5	37,3	49,0	12,2	1,68	1,04
	2001	1,9	40,0	45,9	12,2	1,62	1,04
Giappone (4) . . .	1995	9,1	40,3	30,2	20,4	3,03	1,62
	2000	9,7	37,6	32,5	20,2	2,65	1,44
	2001	9,9	38,7	31,1	20,3	2,48	1,41
Italia . . . . .	1995	1,7	40,1	35,9	22,3	1,21	0,59
	2000	1,1	29,7	54,5	14,7	1,89	1,02
	2001	1,8	30,5	52,0	15,7	1,85	1,14
Regno Unito . . . .	1995	6,1	23,7	62,1	8,1	2,13	0,76
	2000	7,8	22,2	65,2	4,8	2,96	1,26
	2001	8,8	26,4	59,7	5,1	2,76	1,33
Stati Uniti (5) . . .	1995	13,2	10,2	51,6	25,0	1,68	0,67
	2000	11,9	8,6	56,9	22,6	2,27	0,94
	2001	14,0	9,2	51,7	25,1	2,07	0,95
<i>Per memoria:</i>							
Euro 4 (6) . . . . .	1995	3,9	34,2	42,8	19,1	1,49	0,85
	2000	2,7	24,7	59,7	12,9	2,49	1,47
	2001	3,4	27,4	55,2	14,0	2,32	1,46

Fonte: Eurostat, se non altrimenti specificato nelle note.

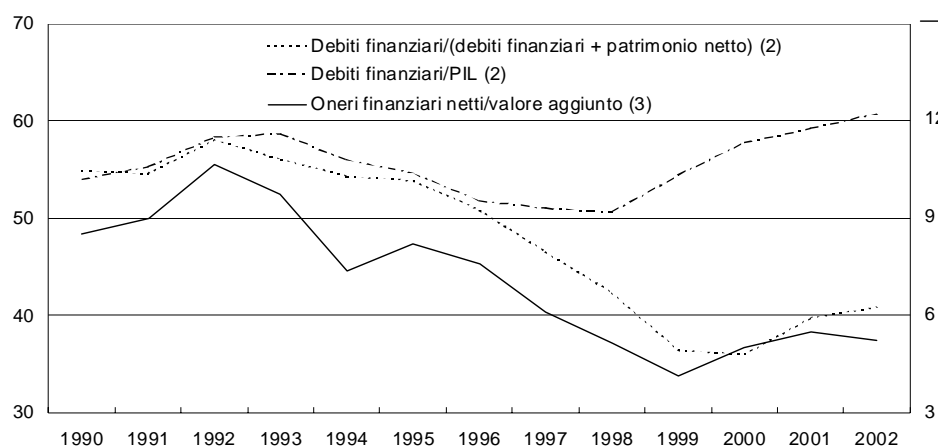
(1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Comprendono anche le partecipazioni. - (3) Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione. - (4) Fonte: Bank of Japan, *Flow of Funds Accounts*. - (5) Fonte: Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States*, 1995-2002. Dati riferiti al settore *Nonfarm Nonfinancial Corporate Business*. - (6) Media ponderata di Francia, Germania, Italia e Spagna.

In presenza della flessione dei corsi azionari e della crescita della consistenza dei debiti finanziari, il grado di indebitamento delle imprese (il rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto) è salito di circa un punto percentuale, al 40,8 per cento (fig. D7). Il grado di indebitamento è tuttora più basso di quello della prima metà degli anni

novanta, quando era prossimo al 55 per cento, ma più elevato di quello osservato per il complesso delle imprese dei maggiori paesi dell'area (36 per cento nel 2001).

Fig. D7

**INDEBITAMENTO E ONERI FINANZIARI  
DELLE IMPRESE ITALIANE (1)**  
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) Dati riferiti al settore delle società non finanziarie. Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. - (2) Scala di sinistra. - (3) Scala di destra. Il valore aggiunto per il 2002 è stimato sulla base delle informazioni di contabilità nazionale.

*Al calo dei valori di borsa si è accompagnata una riduzione del numero di operazioni di prima quotazione, fenomeno che ha investito l'insieme dei paesi industriali (cfr. il capitolo: Il mercato dei valori mobiliari).*

*Le analisi empiriche sulle determinanti della quotazione in borsa nei paesi industriali indicano che le imprese che accedono al mercato azionario sono caratterizzate, rispetto a quelle che non si quotano, da dimensioni, tassi di crescita degli investimenti e redditività più elevati. La propensione a quotarsi risulta maggiore quando le imprese godono di buona visibilità presso gli investitori, come, ad esempio, dopo una fase di forte sviluppo dell'attività. Fondamentale, ai fini della scelta di quotarsi, risulta il livello dei prezzi delle azioni: in tutti i maggiori paesi gli ingressi in borsa sono assai più frequenti nelle fasi in cui i corsi azionari sono relativamente elevati. Con riferimento ai paesi europei, nel periodo successivo alla quotazione le imprese tendono a ridurre il loro grado di indebitamento, mentre gli investimenti non risultano significativamente più elevati rispetto al periodo antecedente la quotazione. Ciò indica che la quotazione è utilizzata soprattutto per riequilibrare la struttura finanziaria.*

Secondo i dati diffusi dall'Associazione italiana degli investitori istituzionali nel capitale di rischio, nel 2002 gli investimenti effettuati in Italia da società di venture capital sono aumentati a 2,6 miliardi (2,2 nel 2001). L'aumento è interamente attribuibile al finanziamento di operazioni di acquisizione di imprese di dimensione medio-grande (buy out), mentre gli investimenti di venture capital vero e proprio, in imprese nelle prime fasi di svilup-

po, sono scesi dal 13 al 2 per cento del totale; è inoltre calata la quota di investimenti destinati alle imprese che operano nei settori a elevato contenuto tecnologico (dal 46 al 12 per cento del totale). Dal lato della raccolta di fondi, è cresciuta quella effettuata presso banche e società finanziarie di matrice bancaria (dal 32 al 44 per cento).

*In Europa, nel complesso, le operazioni di venture capital sono lievemente cresciute rispetto al 2001 (da 24 a circa 27 miliardi di euro) e la ricomposizione per tipologia è stata analoga a quella osservata in Italia: è aumentata la quota dei finanziamenti per operazioni di buy out (dal 45 al 65 per cento del totale degli investimenti), mentre sono scese le operazioni di venture capital vero e proprio (al 10 per cento). Negli Stati Uniti il valore delle operazioni di venture capital si è pressoché dimezzato (21,2 miliardi di dollari, contro 41,3 nel 2001), tornando sui livelli del 1998; la quota di investimenti in imprese nelle fasi iniziali di sviluppo è scesa dal 22 al 19 per cento, risultando tuttavia più elevata che in Europa.*

I debiti commerciali, interni ed esteri, sono aumentati in Italia di 36,7 miliardi (tav. D7); alla fine del 2002 la loro consistenza era pari all'11,8 per cento del totale delle passività finanziarie (10,6 nel 2001).

*Le indagini campionarie svolte dalla Banca d'Italia indicano che nelle imprese dell'industria in senso stretto con almeno 50 addetti l'importo medio ponderato dei crediti commerciali era pari, nel 2002, al 23 per cento del fatturato; la durata media della dilazione di pagamento era di 87 giorni; il 31 per cento dei crediti veniva pagato oltre la scadenza, con un ritardo medio di 42 giorni. Nell'84 per cento dei casi la dilazione non prevedeva un onere esplicito per il cliente; quando avviene a titolo oneroso, il costo risulta elevato e sensibilmente superiore a quello del credito bancario. Analisi svolte su transazioni per le quali si dispone di informazioni sulle caratteristiche delle controparti suggeriscono che la richiesta di pagamento in contanti è rivolta a clienti di scarsa affidabilità, al fine di contenere il rischio commerciale del fornitore; l'offerta di uno sconto viene invece utilizzata anche per ricavare informazioni sulla solidità finanziaria dell'acquirente, sulla base della sua risposta a tale offerta; infine, l'offerta di dilazioni di pagamento "non onerose" dipende da fattori di natura prevalentemente commerciale, quali la necessità di consentire il controllo della qualità del prodotto e la volontà di stabilire relazioni stabili con la clientela.*

*Il ricorso al credito commerciale risulta in Italia maggiore che negli altri principali paesi europei, anche per la minore efficacia delle procedure giudiziarie di recupero dei crediti bancari. Mentre la protezione dei creditori commerciali, prevalentemente basata su meccanismi di tutela informale, appare simile nei diversi paesi europei, la protezione effettiva dei crediti bancari risulta in Italia inferiore rispetto agli altri paesi europei; in particolare, le banche italiane sopportano costi più alti per il recupero del credito nelle situazioni di insolvenza del debitore. L'intensità del ricorso al credito commerciale risulta inoltre influenzata dalle condizioni monetarie. Con riferimento al periodo 1982-1999 emerge che nelle fasi di restrizione monetaria la relazione positiva tra l'investimento in scorte delle imprese e la disponibilità di crediti commerciali netti è più accentuata, anche se l'effetto risulta quantitativamente contenuto. Un effetto più forte si riscontra per le imprese più piccole, spesso caratterizzate da minore redditività e da una struttura finanziaria più fragile.*

Nel 2002, tra le attività finanziarie lorde delle imprese, le azioni e le partecipazioni hanno registrato una forte decelerazione, crescendo di 32,6 mi-

liardi nella componente sull'interno e di 9,8 in quella estera, contro 52,1 e 15,1 miliardi, rispettivamente, nel 2001. Tale dinamica riflette, in parte, l'andamento delle operazioni di fusione e acquisizione.

*Secondo le rilevazioni di Thomson Financial, che censisce le più importanti operazioni, nel 2002 il numero delle fusioni e delle acquisizioni di interessi di maggioranza che hanno avuto come oggetto imprese italiane è stato pari a 113 (203 nel 2001). Il valore delle operazioni per le quali è noto l'ammontare della transazione è rimasto pressoché stabile (20 miliardi di dollari); si è registrata una crescita del peso dei settori non finanziari (dal 40 al 60 per cento del valore complessivo). Le tendenze osservate nei maggiori paesi industriali nel 2002 sono analoghe a quelle registrate in Italia, con un calo del numero delle operazioni (da circa 5.300 a 4.200) e una minore incidenza del settore finanziario sul valore complessivo delle operazioni; quest'ultimo è sceso da 760 a 420 miliardi di dollari.*

### ***La redditività e la struttura finanziaria delle imprese italiane per classe dimensionale e area geografica***

Durante la fase recessiva dei primi anni novanta le imprese non finanziarie italiane avevano registrato una riduzione della redditività operativa in rapporto al totale dell'attivo, un aumento del peso degli oneri finanziari sul margine operativo lordo (MOL) e una forte riduzione dei profitti; il grado di indebitamento aveva raggiunto livelli elevati. Successivamente, i guadagni di competitività determinati dal deprezzamento del cambio della lira, la ripresa del ciclo e la moderazione salariale favorivano un aumento della redditività operativa. La riduzione dei tassi di interesse nel corso del periodo determinava un calo degli oneri finanziari; l'aumento degli utili si associava a una decisa contrazione dell'indebitamento, cui contribuiva, nella prima metà del decennio, il ristagno del processo di accumulazione.

Per le imprese censite dalla Centrale dei bilanci, tra il 1990 e il 2001 il peso degli oneri finanziari netti in rapporto al MOL è diminuito dal 24,4 al 3,4 per cento. I profitti hanno seguito un andamento ciclico, toccando un minimo nel 1993 (rendimento sull'attivo, ROA, negativo per l'1,2 per cento) e un massimo nel 1999, quando il ROA è stato pari al 2,4 per cento. Nel 2001 il ROA si riduceva all'1,1 per cento, un valore comunque superiore a quello registrato in media nel periodo 1990-95 (0,4 per cento). Nel periodo in esame il grado di indebitamento è sceso dal 57,5 al 50,7 per cento (tav. D9).

Sebbene il miglioramento della situazione reddituale e finanziaria nello scorso decennio sia risultato diffuso, le condizioni delle imprese continuano a differire in misura considerevole a seconda della dimensione e della localizzazione geografica.

**REDDITIVITÀ E INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE ITALIANE**  
(medie ponderate; valori percentuali)

	Centro Nord				Mezzogiorno				Italia			
	1990	1995	2000	2001	1990	1995	2000	2001	1990	1995	2000	2001
<i>Margine operativo lordo/totale attivo</i>												
1-49 addetti .....	9,7	10,3	7,9	7,9	8,3	6,8	6,0	7,2	9,5	9,8	7,7	7,8
50-199 addetti .....	10,0	11,1	8,8	8,9	7,7	8,2	6,9	6,8	9,7	10,7	8,6	8,7
>=200 addetti .....	10,0	11,7	9,2	9,8	6,2	9,1	7,7	6,2	9,7	11,5	9,1	9,5
<b>Totale imprese ...</b>	<b>9,9</b>	<b>11,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>	<b>9,6</b>	<b>10,8</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>
<i>Oneri finanziari netti/margine operativo lordo</i>												
1-49 addetti .....	37,4	25,1	15,0	14,7	48,1	37,5	24,6	20,9	38,9	26,4	16,0	15,4
50-199 addetti .....	28,1	18,7	7,5	8,3	30,5	20,4	12,6	11,7	28,4	18,9	8,0	8,6
>=200 addetti .....	18,8	12,0	-3,5	-1,7	23,9	16,4	5,1	5,8	19,0	12,2	-3,0	-1,4
<b>Totale imprese ...</b>	<b>23,6</b>	<b>16,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>33,3</b>	<b>25,7</b>	<b>12,3</b>	<b>12,2</b>	<b>24,4</b>	<b>17,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>
<i>Utile d'esercizio/totale attivo (1)</i>												
1-49 addetti .....	1,4	1,4	1,5	1,7	0,8	0,2	1,2	2,3	1,3	1,2	1,5	1,8
50-199 addetti .....	1,5	1,6	1,4	1,2	0,5	1,1	1,1	1,4	1,4	1,5	1,4	1,2
>=200 addetti .....	1,5	1,9	2,4	1,2	0,0	0,7	1,1	-2,0	1,4	1,9	2,3	0,9
<b>Totale imprese ...</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>
<i>Debiti finanziari/valore aggiunto</i>												
1-49 addetti .....	141,7	146,6	176,4	180,4	208,3	231,3	282,8	245,1	149,6	155,0	186,5	187,2
50-199 addetti .....	110,2	108,1	127,4	132,9	157,0	153,2	137,2	139,0	114,5	112,0	128,3	133,5
>=200 addetti .....	125,0	112,8	116,5	121,0	130,8	123,7	114,3	143,2	125,4	113,4	116,3	122,1
<b>Totale imprese ...</b>	<b>124,8</b>	<b>116,6</b>	<b>127,8</b>	<b>131,2</b>	<b>157,8</b>	<b>160,4</b>	<b>151,9</b>	<b>162,9</b>	<b>127,3</b>	<b>119,5</b>	<b>129,6</b>	<b>133,3</b>
<i>Debiti finanziari/(debiti finanziari+patrimonio)</i>												
1-49 addetti .....	60,7	62,6	60,9	59,7	61,2	61,3	63,2	60,6	60,7	62,3	61,2	59,8
50-199 addetti .....	58,6	57,1	54,7	55,8	56,2	55,3	52,6	52,1	58,3	56,9	54,5	55,4
>=200 addetti .....	56,5	52,6	45,1	46,9	54,7	50,0	40,6	46,7	56,4	52,4	44,8	46,9
<b>Totale imprese ...</b>	<b>57,5</b>	<b>55,4</b>	<b>49,9</b>	<b>50,6</b>	<b>57,4</b>	<b>56,1</b>	<b>50,5</b>	<b>52,1</b>	<b>57,5</b>	<b>55,4</b>	<b>49,9</b>	<b>50,7</b>
<i>Debiti bancari/debiti finanziari</i>												
1-49 addetti .....	81,4	84,2	75,2	74,8	85,9	85,4	82,5	80,8	82,2	84,4	76,2	75,6
50-199 addetti .....	80,7	76,7	71,1	71,5	83,9	75,9	71,3	71,9	81,1	76,7	71,2	71,5
>=200 addetti .....	64,1	61,7	54,6	52,6	73,5	77,2	70,6	70,4	64,7	62,5	55,5	53,7
<b>Totale imprese ...</b>	<b>70,0</b>	<b>69,5</b>	<b>62,2</b>	<b>60,6</b>	<b>79,9</b>	<b>80,6</b>	<b>74,7</b>	<b>73,9</b>	<b>71,0</b>	<b>70,6</b>	<b>63,3</b>	<b>61,8</b>

Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei bilanci.

(1) Gli utili sono al lordo degli ammortamenti anticipati e di altre rettifiche e rivalutazioni.

Per le imprese con meno di 50 addetti, il peso degli oneri finanziari netti sul MOL è rimasto sempre più elevato della media di circa dieci punti percentuali, anche in ragione del maggiore indebitamento. Fra il 1990 e il 2000 risultano superiori gli utili delle imprese di grandi dimensioni; nel 2001, tuttavia, a causa delle difficoltà di alcuni grandi gruppi, il calo degli utili si è concentrato nelle imprese maggiori.

La diminuzione del grado di indebitamento registrata fra il 1990 e il 2001 ha interessato soprattutto le imprese di maggiore dimensione, per le quali il rapporto è sceso dal 56,4 al 46,9 per cento; è invece stata trascurabile per le imprese con meno di 50 addetti (dal 60,7 al 59,8 per cento).

Considerazioni analoghe emergono sulla base del rapporto tra debiti finanziari e valore aggiunto, diminuito per le imprese più grandi (dal 125,4 al 122,1 per cento fra il 1990 e il 2001) e cresciuto per quelle piccole (dal 149,6 al 187,2 per cento) e medie (dal 114,5 al 133,5 per cento).

La quota dei debiti finanziari rappresentata da finanziamenti bancari resta più elevata per le piccole imprese: nel 2001 essa era pari al 75,6 per cento per le aziende con meno di 50 addetti contro il 53,7 per cento per quelle con almeno 200 addetti.

Differenze significative si rilevano anche tra le imprese localizzate nelle diverse aree geografiche dell'Italia. Nel Mezzogiorno le imprese si caratterizzano per una minore redditività operativa: nel 2001 il rapporto tra il MOL e il totale dell'attivo era pari al 6,4 per cento, contro il 9,1 per cento del Centro Nord; il divario è maggiore per le imprese più grandi. Nello scorso decennio il rapporto fra oneri finanziari e MOL è rimasto generalmente più elevato, di circa dieci punti percentuali, rispetto al Centro Nord.

Nel 2001 circa un terzo delle imprese residenti nel Mezzogiorno registrava una perdita d'esercizio e un peso degli oneri finanziari netti sul MOL superiore al 33 per cento, contro un quarto al Centro Nord.

Nel corso dell'intero periodo considerato, per le imprese del Mezzogiorno il rapporto tra i debiti finanziari e il valore aggiunto è risultato in media più elevato che per quelle del Centro Nord, in ogni classe dimensionale; il divario è particolarmente accentuato per le imprese di minori dimensioni, per le quali aveva raggiunto quasi 65 punti percentuali nel 2001.

In rapporto all'aggregato composto dai debiti finanziari e dal patrimonio, i debiti finanziari non risultano sensibilmente diversi tra Centro Nord e Mezzogiorno: nel 1990 erano pari a circa il 57 per cento in entrambe le aree; nel 2001 erano diminuiti al 50,6 per cento nel Centro Nord e al 52,1 nel Mezzogiorno.

La composizione del debito è diversa per aree geografiche: le imprese meridionali si caratterizzano per un maggior ricorso all'indebitamento ban-

cario (73,9 per cento dei debiti finanziari complessivi nel 2001 contro 60,6 per cento per quelle del Centro Nord). La differenza rispetto al Centro Nord è particolarmente marcata per le imprese grandi, mentre per quelle di media dimensione il ricorso al credito bancario non differisce sensibilmente nelle due aree geografiche. Nel 2001 i debiti bancari erano pari al 198 per cento del valore aggiunto per le imprese meridionali con meno di 50 addetti, contro il 135 per cento per le analoghe imprese del Centro Nord.

Le imprese del Centro Nord si finanziano in misura maggiore mediante obbligazioni: per le imprese con almeno 200 addetti nel 2001 il peso di questa forma di indebitamento era pari al 7,4 per cento del totale dei debiti finanziari, contro l'1,3 per le analoghe imprese del Mezzogiorno.

*Stime econometriche mostrano che nelle imprese con indebitamento elevato e forte peso degli oneri finanziari, caratteristiche più frequenti tra le imprese di piccole dimensioni e tra quelle del Mezzogiorno, gli investimenti sono più sensibili alle variazioni dell'auto-finanziamento, a conferma dell'importanza delle variabili finanziarie nelle decisioni d'investimento.*

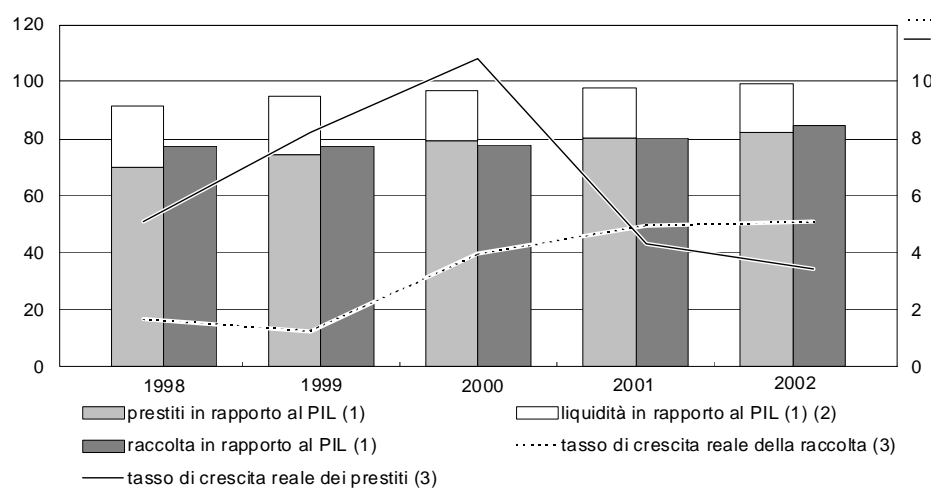
## LE BANCHE E GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI

Nel 2002 l'attività delle banche dei paesi dell'area dell'euro ha risentito degli effetti del rallentamento ciclico, del calo dei corsi di borsa, delle crisi finanziarie di grandi imprese e delle difficoltà di alcuni paesi emergenti. Il sistema bancario italiano è tra quelli che hanno mostrato una migliore tenuta, grazie ai guadagni di efficienza conseguiti con il processo di riorganizzazione avviato alla metà degli anni novanta. La rischiosità del credito ha registrato una crescita moderata, di gran lunga inferiore a quella osservata nelle precedenti fasi di rallentamento dell'economia. La redditività è diminuita, soprattutto per la copertura dei rischi derivanti dall'esposizione verso paesi dell'America Latina e verso grandi gruppi multinazionali; essa è rimasta tuttavia più elevata di quella media degli anni novanta.

Fig. D8

### INDICATORI DELL'INTERMEDIAZIONE BANCARIA IN ITALIA

(dati di fine anno; valori percentuali)



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza e Istat.

(1) 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.

In Italia i prestiti hanno rallentato fino a novembre del 2002, per poi accelerare nei mesi successivi. Nell'anno la crescita, pari al 6,3 per cento, ha superato quella media dell'area dell'euro (tav. D10) e quella del PIL in termini nominali; il rapporto tra crediti e prodotto è salito di due punti percentuali, all'82,3 per cento (fig. D8).

**DEPOSITI, OBBLIGAZIONI E PRESTITI  
NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA (1)**  
(definizioni armonizzate; 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			
<b>Area dell'euro (3)</b>							
2001 - dic. ....	6,7	13,0	2,9	5,8	14,0	8,0	5,2
2002 - mar. ....	6,1	12,3	1,4	7,5	3,2	7,0	4,9
giu. ....	5,7	11,2	1,7	6,8	3,3	7,2	4,8
set. ....	5,1	9,3	1,5	6,6	5,5	6,6	4,5
dic. ....	3,7	5,4	1,6	5,1	4,2	5,4	4,0
2003 - mar. ....	5,1	8,0	1,6	7,2	1,4	5,1	3,9
<b>Italia (4)</b>							
2001 - dic. ....	6,4	9,4	-11,7	0,1	11,6	10,6	7,2
2002 - mar. ....	9,0	12,6	-8,0	5,0	8,3	10,3	6,1
giu. ....	8,3	11,9	-9,3	6,7	5,4	12,3	6,5
set. ....	7,1	9,0	-5,2	6,8	6,2	10,9	5,3
dic. ....	6,7	7,2	-8,6	5,4	17,2	10,3	6,3
2003 - mar. ....	4,3	7,0	-11,3	6,0	-2,2	8,7	6,8

(1) Dati di fine periodo. I dati di marzo 2003 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. I dati sono coerenti con quelli pubblicati nel *Bollettino mensile* della BCE. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Valore complessivo dei titoli di debito, inclusi quelli di mercato monetario. Per convenzione essi vengono attribuiti interamente ai residenti dell'area. - (3) Raccolta e prestiti delle 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 banche nei confronti della clientela residente in Italia diversa dalle IFM.

L'espansione è stata più sostenuta per le imprese con sede nel Mezzogiorno (7,2 per cento, circa due punti percentuali più che nelle altre regioni). Intenso è stato anche l'aumento del credito alle piccole imprese (7,2 per cento, a fronte del 4,0 alle altre). Il credito alle famiglie, sospinto dal basso livello dei tassi d'interesse a medio e a lungo termine, ha continuato a espandersi rapidamente, soprattutto nella componente destinata a finanziare l'acquisto di abitazioni. Il ristagno dell'attività produttiva ha indebolito la domanda di finanziamenti a breve termine da parte delle imprese, soprattutto di quelle manifatturiere.

Nei primi mesi del 2003 il tasso di crescita dei prestiti è ulteriormente aumentato rispetto alla fine del 2002; a marzo era pari al 6,8 per cento (tav. D11).

Le politiche di offerta seguite dalle banche sono risultate generalmente distese. Il tasso medio sui prestiti a breve termine è sceso nell'anno di 0,3 punti percentuali e di altri 0,4 punti nel primo trimestre del 2003 (al 5,3 per

cento; fig. D9), adeguandosi con la consueta gradualità alle variazioni delle condizioni del mercato monetario. In termini reali, nell'ultimo trimestre del 2002 il costo del credito a breve termine era pari al 2,5 per cento, un valore particolarmente basso nel confronto storico. I margini inutilizzati sulle linee di credito in conto corrente si sono mantenuti ampi; l'incidenza degli sconfinamenti rispetto ai crediti accordati è rimasta molto contenuta.

Tav. D11

**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. 2001	Dic. 2002	Mar. 2003	2002				2003	Dicembre 2002
				I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	
<b>Attività</b>									
Titoli .....	-11,7	-15,6	-12,8	-2,1	-20,0	-22,7	-16,4	11,8	164.295
di cui: <i>titoli di Stato</i> .....	-16,4	-19,8	-19,1	-1,0	-26,9	-26,3	-22,3	2,2	103.128
Prestiti .....	7,2	6,3	6,8	6,2	7,8	4,4	6,7	8,4	1.035.947
di cui (3):									
<i>a breve termine (a)</i> ...	6,4	0,5	1,3	-2,4	3,4	-1,7	2,5	1,0	465.483
<i>a medio e a lungo termine (b)</i> .....	9,0	11,7	11,8	14,2	11,6	11,2	10,1	14,1	514.770
<i>(a)+(b)</i> .....	7,7	6,1	6,6	5,7	7,5	4,8	6,4	7,8	980.253
<i>pronti contro termine</i> ..	-18,3	-7,2	-2,9	83,5	13,6	-40,7	-40,1	120,6	6.300
<i>sofferenze (4)</i> .....	-12,7	1,9	4,0	-2,3	5,0	3,1	2,2	5,6	46.298
<i>Per memoria:</i>									
<i>sofferenze nette</i> .....	-13,6	-0,4	-4,4	-4,3	-9,9	5,8	9,4	-23,4	21.160
Attività sull'estero .....	-8,2	20,0	13,5	29,1	20,2	4,3	28,2	3,2	212.637
<b>Passività</b>									
Raccolta sull'interno (5) ....	7,8	8,0	5,8	11,4	8,9	6,3	5,3	2,7	1.064.146
Depositi .....	6,4	6,7	4,3	10,7	4,4	7,1	4,6	0,9	696.177
di cui (6):									
<i>in conto corrente</i> .....	9,4	7,2	7,0	12,9	6,3	7,9	1,5	11,8	488.027
<i>con durata prestabilita</i> ..	-11,7	-8,6	-11,3	-7,8	-15,4	-1,0	-9,6	-18,4	50.046
<i>rimborsabili con preavviso</i> .....	0,1	5,4	6,0	14,3	4,6	2,6	1,0	16,5	61.726
<i>pronti contro termine</i> ..	11,6	17,2	-2,2	12,5	8,0	10,9	35,9	-45,1	89.269
Obbligazioni (5) .....	10,6	10,3	8,7	12,6	17,7	4,8	6,6	6,1	367.969
Passività sull'estero .....	4,1	-4,1	5,6	-1,6	-2,3	-18,2	7,7	44,6	266.968

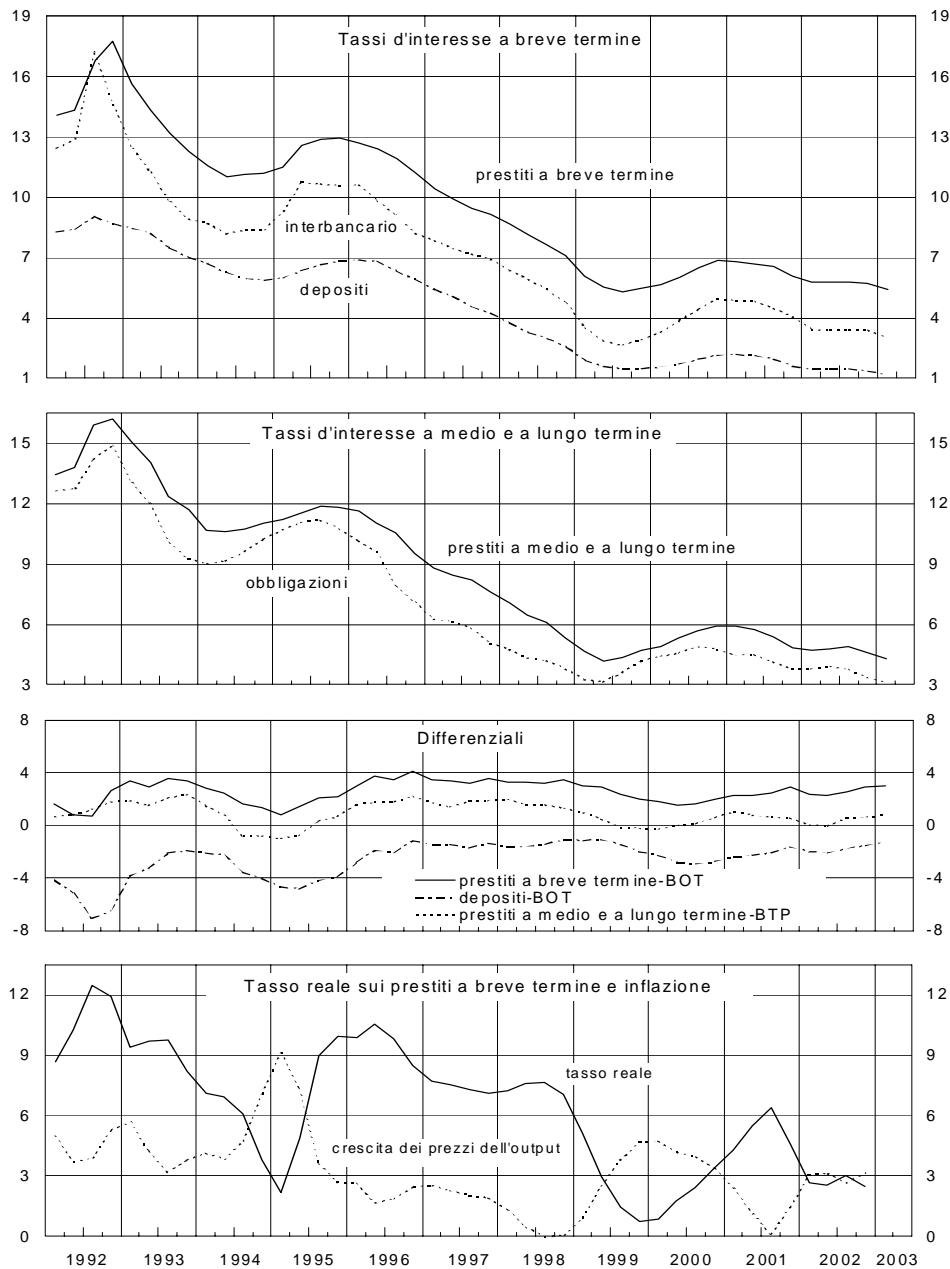
(1) I dati di marzo 2003 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Calcolate su dati depurati della componente stagionale, quando presente. - (3) Non è riportato l'andamento di alcune voci di minore rilievo. - (4) Le variazioni percentuali non sono depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. - (5) Include le obbligazioni detenute da non residenti. - (6) Esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

L'incremento della raccolta sull'interno nel 2002 è stato dell'8,0 per cento, come nell'anno precedente. I depositi in conto corrente hanno rallentato nella parte finale dell'anno, quando le famiglie hanno ripreso a investire in quote di fondi comuni. Le banche hanno continuato ad ampliare la raccolta obbligazionaria, soprattutto presso la clientela residente in Italia. L'aumento

dei premi al rischio richiesti sui mercati internazionali ha contribuito a limitare i collocamenti sull'euromercato. Si è fortemente ridotto l'indebitamento netto sull'estero.

Fig. D9

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



Fonte: elaborazioni su statistiche decadali, segnalazioni statistiche di vigilanza e Istat.

(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 specifiche modalità di calcolo dell'indice dei prezzi dell'output cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

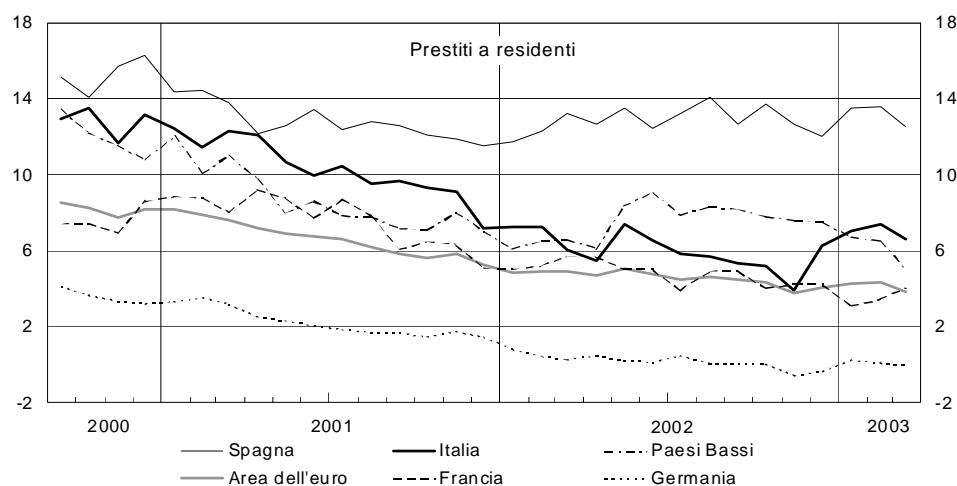
Il rendimento del capitale e delle riserve è sceso al 6,2 per cento. Sulla redditività hanno inciso la riduzione delle commissioni sull'attività di intermediazione mobiliare, gli elevati accantonamenti a fronte dell'esposizione verso l'estero e l'aumento dei costi derivanti dai piani di riduzione del personale intrapresi dai principali gruppi creditizi.

### ***I prestiti***

In Italia nel 2002 il tasso di crescita dei prestiti è sceso al 6,3 per cento, dal 7,2 dell'anno precedente. Tra i principali paesi dell'area, l'espansione del credito bancario è risultata superiore in misura significativa soltanto in Spagna, dove più elevata è stata la crescita del prodotto (fig. D10).

Fig. D10

**PRESTITI DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE MONETARIE  
NELL'AREA DELL'EURO (1)**  
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Prestiti delle 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*.

Il rallentamento del credito in Italia, avviatosi all'inizio del 2001, si è accentuato nel 2002 durante l'estate e nei primi mesi dell'autunno. Si è concentrato nella componente a breve termine, rimasta pressoché stazionaria (0,5 per cento nei dodici mesi terminanti a dicembre, contro 6,4 nell'anno precedente; tav. D11). I finanziamenti a medio e a lungo termine hanno continuato a crescere a ritmi elevati (all'11,7 per cento, dal 9,0 nel 2001).

*I prestiti alle imprese.* - La decelerazione dei prestiti ha interessato principalmente i finanziamenti alle imprese (5,5 per cento da 8,0 nel 2001; tav. D12). Essa è stata particolarmente intensa nel comparto manifatturiero (-0,2 per cento, contro 3,9 nel 2001) e in quello dei servizi (6,4 per cento, a fronte di 10,5 nel 2001).

**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					
<b>Variazioni dei prestiti sui 12 mesi (2)</b>											
2001 - dic. ....	-4,1	12,8	8,0	1,3	8,5	3,9	6,9	10,5	9,2	3,6	7,7
2002 - dic. ....	-3,2	4,9	5,5	22,7	4,2	-0,2	9,4	6,4	10,8	8,4	6,1
2003 - mar. ....	-4,7	1,6	7,2	23,8	5,9	0,3	9,3	8,6	11,2	8,0	6,6
<b>Variazioni delle sofferenze sui 12 mesi (3)</b>											
2001 - dic. ....	-4,6	-29,8	-13,5	-2,3	-13,7	-14,2	-14,4	-13,3	-10,5	-10,0	-12,7
2002 - dic. ....	11,6	-5,6	2,4	1,2	2,5	4,2	-4,8	5,8	6,0	-3,6	1,9
2003 - mar. ....	5,6	-4,1	4,7	10,6	4,6	6,1	-0,6	6,9	5,7	-0,1	4,0
<b>Rapporto sofferenze/prestiti complessivi (4)</b>											
2001 - dic. ....	0,1	0,5	4,8	1,4	5,0	4,0	11,9	4,4	5,4	13,2	4,7
2002 - dic. ....	0,1	0,4	4,7	1,1	5,0	4,2	10,5	4,4	5,2	12,0	4,5
2003 - mar. ....	0,1	0,5	4,8	1,1	5,1	4,4	10,5	4,4	5,1	11,9	4,5
<b>Tassi d'interesse sui prestiti a breve termine (5)</b>											
2001 - dic. ....	4,88	4,44	6,47	5,09	6,57	6,38	7,77	6,69	7,73	9,34	6,11
2002 - dic. ....	4,08	3,82	6,19	4,45	6,28	6,05	7,73	6,55	7,79	9,36	5,83
<b>Tassi d'interesse sui prestiti a medio e a lungo termine (5) (6)</b>											
2001 - dic. ....	5,84	4,62	5,17	4,18	5,23	5,04	5,39	5,32	5,27	5,56	5,09
2002 - dic. ....	3,93	3,32	4,79	4,88	4,79	4,61	4,89	4,83	4,69	5,10	4,51

(1) I dati di marzo 2003 sono provvisori. I dati sui prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minore rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystema. 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 degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. - (4) 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.

I finanziamenti alle società di costruzione e quelli concessi alle finanziarie di partecipazione a capo di gruppi con una ampia presenza nel comparto immobiliare hanno invece accelerato.

*Nel 2002 i prestiti al comparto delle costruzioni e alle società dei servizi legati al settore immobiliare hanno contribuito per quasi la metà alla crescita dei finanziamenti alle imprese. Aggiungendo anche i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, circa due terzi della crescita del credito sono complessivamente dovuti ai finanziamenti connessi con l'andamento del mercato immobiliare.*

Il rallentamento è stato più forte per i prestiti concessi alle imprese di maggiori dimensioni, che nel 1999 e nel 2000 avevano fatto ampio ricorso al credito bancario per finanziare operazioni di ristrutturazione societaria. Il tasso di crescita dei prestiti ad aziende con crediti accordati di importo superiore a 25 milioni di euro è calato al 4,7 per cento dal 13,5 del 2001.

*Secondo i dati diffusi da società specializzate, i crediti accordati nel mercato mondiale dei prestiti sindacati, che sono generalmente destinati alle imprese di maggiori dimensioni, hanno registrato nel 2002 una moderata contrazione. Su questo mercato, i prestiti concessi a imprese italiane sono invece aumentati del 14,1 per cento, raggiungendo i 43 miliardi di euro. I finanziamenti concessi a imprese localizzate all'estero e appartenenti a gruppi con sede legale in Italia sono fortemente diminuiti. I prestiti sindacati organizzati da banche italiane si sono quasi dimezzati nel 2002, riflettendo la forte riduzione dei finanziamenti concessi a imprese estere; la componente accordata a imprese italiane è cresciuta del 14,2 per cento.*

Nel 2002 il credito alle piccole imprese (imprese individuali e società di persone con meno di 20 addetti) è aumentato del 7,2 per cento (4,0 per cento per le altre imprese non finanziarie).

*Alla fine del 2002 a questa categoria di imprese, che rappresenta il 55 per cento delle aziende censite dalla Centrale dei rischi, affluiva il 21 per cento del credito complessivo erogato dalle banche alle società non finanziarie e alle imprese individuali. Secondo i dati del Censimento intermedio dell'industria e dei servizi del 1996, alle ditte individuali e alle società di persone faceva capo il 78 per cento degli occupati in imprese con meno di 20 addetti.*

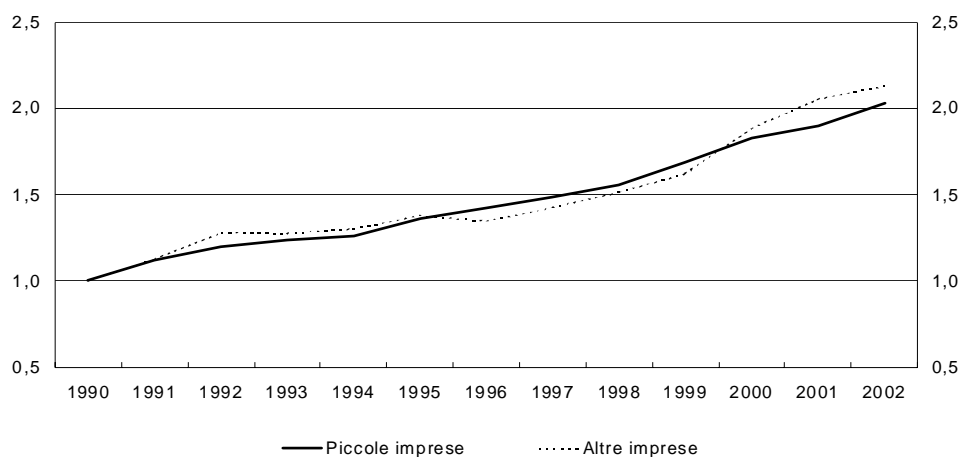
*Dall'inizio degli anni novanta il credito alle piccole imprese è cresciuto in misura simile alle altre imprese non finanziarie (fig. D11). L'espansione aveva superato quella dei finanziamenti alle altre imprese nel periodo compreso tra il 1993 e il 1996. Nel biennio 2000-2001, caratterizzato da una elevata dinamica del credito alle grandi imprese, in gran parte dovuta a operazioni di finanza straordinaria, la crescita dei prestiti alle piccole imprese è stata più contenuta.*

Nel 2002 è fortemente mutata la composizione per scadenza dei finanziamenti erogati alle imprese. I prestiti con durata inferiore ai diciotto mesi

si sono contratti (-1,2 per cento; erano aumentati del 5,0 per cento nel 2001), mentre quelli a medio e a lungo termine hanno registrato un'accelerazione dal 12,6 al 15,3 per cento. L'allungamento delle scadenze riflette una tendenza avviata nella seconda metà degli anni novanta per le imprese appartenenti a tutte le classi dimensionali; nel 2002 vi hanno contribuito in maniera rilevante alcune operazioni di ristrutturazione finanziaria di imprese di grandi dimensioni.

Fig. D11

**PRESTITI ALLE IMPRESE NON FINANZIARIE  
PER CLASSI DIMENSIONALI (1)**  
(numeri indice; 1990=1)



Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

*L'allungamento delle scadenze dei debiti bancari delle imprese è un fenomeno che ha interessato gran parte dei paesi dell'area dell'euro a partire dal 2001. La quota di prestiti alle imprese con durata originaria superiore a un anno è salita nel 2002 al 66,8 per cento dal 64,0 della fine del 2000. In Italia si è registrato un aumento di 3,7 punti, al 51,3 per cento, ascrivibile principalmente ai prestiti con scadenza originaria superiore a 5 anni (30,1 per cento).*

L'andamento differenziato dei prestiti per settore di destinazione e classe dimensionale si è riflesso in significative variazioni delle quote di mercato per le diverse categorie di banche. La quota delle banche "piccole" e "minori" (cfr. nell'Appendice la sezione *Glossario* alla voce: Banche), escludendo quelle derivanti dalla trasformazione di società finanziarie, è aumentata nell'ultimo anno di 1,8 punti, al 29,6 per cento.

*Le banche piccole sono maggiormente orientate al finanziamento delle unità produttive di minore dimensione, quali le ditte individuali e le società di persone. Alla fine del 2002 la quota di mercato delle banche "piccole" e "minori" sui prestiti alle ditte individuali e alle società di persone con meno di 20 addetti era pari al 42,8 per cento, a fronte del 26,9*

*sui prestiti alle altre imprese. Stime econometriche indicano che al crescere della dimensione dell'impresa, definita in termini di esposizione complessiva verso il sistema creditizio, aumenta la probabilità che questa si finanzia presso banche di grandi dimensioni.*

*Dal 1990 sono state costituite 132 banche, oltre a quelle nate dalle concentrazioni, dalle ristrutturazioni all'interno dei gruppi creditizi e dalle trasformazioni di società finanziarie. Alle 67 banche di recente costituzione ancora in attività nel 2002 faceva capo in media l'1,2 per cento dei prestiti alle famiglie e alle piccole imprese nelle province d'insediamento. Con la liberalizzazione della costituzione di nuove banche e dell'apertura di sportelli nel 1990, si è notevolmente ampliata l'articolazione territoriale del sistema bancario: il numero medio di banche operanti con propri sportelli in ciascuna provincia è fortemente aumentato, nonostante il numero complessivo di intermediari creditizi sia da allora sceso di oltre un terzo. Stime econometriche mostrano che la costituzione di nuove banche è più frequente nelle province caratterizzate da un elevato differenziale tra il tasso sui prestiti e quello sui depositi. L'apertura di sportelli risponde invece prevalentemente alle potenzialità di sviluppo dell'offerta di servizi finanziari.*

Nel 2002 i crediti concessi dalle banche mediante operazioni di leasing hanno registrato una forte accelerazione (tav. D13); quelli erogati dalle società finanziarie hanno rallentato, anche per effetto di operazioni di cartolarizzazione. Dopo il considerevole incremento registrato nel 2001, i crediti ceduti alle banche attraverso operazioni di factoring si sono ridotti in misura consistente, mentre quelli ceduti alle società finanziarie vigilate dalla Banca d'Italia, che rappresentavano la gran parte dell'attività complessiva del settore, sono cresciuti in misura contenuta.

*I prestiti alle famiglie. - I prestiti alle famiglie consumatrici sono aumentati nel 2002 del 10,8 per cento (9,2 nel 2001). L'accelerazione è in larga misura riconducibile all'andamento dei finanziamenti concessi per l'acquisto di abitazioni, aumentati del 19,5 per cento (7,1 nel 2001). Sono stati erogati mutui per circa 37 miliardi di euro, per circa tre quarti indicizzati ai rendimenti di mercato.*

*Negli ultimi anni numerose banche italiane, soprattutto di grandi dimensioni, si sono dotate di sistemi automatici di valutazione del merito di credito (credit scoring). Queste tecniche sono state utilizzate dapprima nel mercato del credito al consumo e delle carte di credito, successivamente in quelli dei mutui per l'acquisto di abitazioni e dei prestiti alle piccole imprese. Analisi econometriche mostrano che le banche che utilizzano questi strumenti hanno aumentato l'erogazione di mutui per l'acquisto di abitazioni in misura significativamente superiore alle altre. Risultati preliminari suggeriscono, inoltre, che tale aumento riflette anche la capacità di servire clienti che altrimenti non sarebbero stati finanziati.*

Il credito al consumo ha registrato un'accelerazione sia nella componente concessa dalle banche (dal 6,7 all'8,0 per cento) sia in quella erogata dalle società finanziarie (dal 6,5 al 10,3 per cento). La quota di finanziamenti a fronte dell'utilizzo di carte di credito è aumentata dall'11,2 al 13,5 per cento.

**LEASING, FACTORING E CREDITO AL CONSUMO IN ITALIA (1)**  
(dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)

Voci	Variazioni % sull'anno precedente			Consistenze 2002 (2)	Quote sul totale
	2000	2001	2002 (2)		
<b>Leasing</b>					
Totale crediti .....	22,7	15,8	12,5	60.431	100,0
Società finanziarie .....	22,8	18,6	11,7	47.705	78,9
Banche .....	21,9	5,3	15,4	12.726	21,1
<b>Factoring</b>					
Totale crediti .....	17,1	14,2	2,5	39.453	100,0
Società finanziarie .....	17,3	12,9	3,7	35.964	91,2
Banche .....	14,8	32,1	-8,9	3.489	8,8
<b>Credito al consumo</b>					
Totale crediti .....	12,1	6,6	8,9	45.244	100,0
di cui: <i>carte di credito</i> .....	26,3	18,2	32,4	6.119	13,5
Società finanziarie .....	14,2	6,5	10,3	18.591	41,1
di cui: <i>carte di credito</i> .....	27,7	14,7	26,7	4.055	9,0
di cui: <i>per l'acquisto di veicoli</i> .....	11,2	3,7	5,4	10.709	23,7
Banche .....	10,5	6,7	8,0	26.653	58,9
di cui: <i>carte di credito</i> .....	22,7	26,9	45,4	2.064	4,6
<i>Per memoria:</i>					
Altri prestiti alle famiglie consumatrici diversi da quelli per l'acquisto di abitazioni .....	8,2	12,0	-3,5	56.648	

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

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

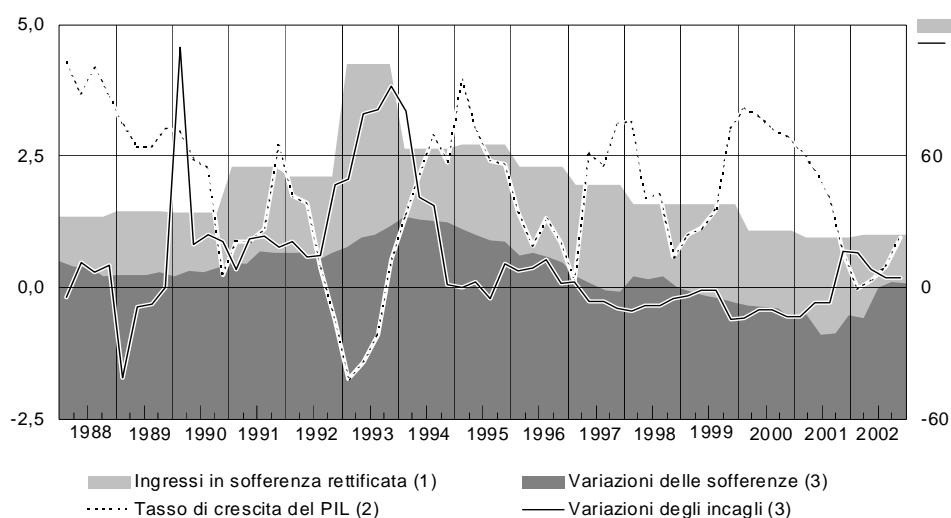
*I prestiti in sofferenza.* - I crediti iscritti a sofferenza nel 2002 (secondo la definizione più ampia di sofferenze rettificata, cfr. nell'Appendice la sezione *Glossario*) sono stati pari all'1,0 per cento dei prestiti, un valore lievemente superiore a quello del 2001 (0,9 per cento; fig. D12); il rapporto è aumentato sia per le società non finanziarie e le imprese individuali (dall'1,2 all'1,3 per cento), sia per le famiglie consumatrici (dallo 0,8 all'1,1 per cento). La consistenza dei crediti in sofferenza si è ampliata dell'1,9 per cento; la loro incidenza sul totale dei prestiti è, tuttavia, scesa di 0,2 punti percentuali, al 4,5 per cento.

*Il deterioramento della qualità del credito è stato contenuto rispetto ad analoghe fasi cicliche del passato. A un più rigoroso controllo dei rischi ha contribuito la maggiore prossimità tra banche e clienti, consentita dalla diffusione degli sportelli sul territorio nazionale.*

Nel 2001 circa il 10 per cento dei prestiti era erogato da banche prive di sportelli nella provincia di residenza dell'affidato, a fronte del 25 per cento nel 1992. Stime econometriche relative al periodo che seguì la recessione del 1993 mostrano che i prestiti a imprese residenti nelle province dove la banca erogante non aveva sportelli registrarono un tasso d'ingresso in sofferenza doppio rispetto agli altri.

Fig. D12

**PRESTITI IN SOFFERENZA E PARTITE INCAGLIATE  
DELLE BANCHE ITALIANE**  
(valori e variazioni percentuali)



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

(1) In rapporto alle consistenze dei prestiti non in sofferenza rettificata 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 degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. Scala di destra.

L'esposizione delle banche verso clientela in temporanea difficoltà (partite incagliate) è cresciuta del 4,6 per cento (2,0 nel 2001); in rapporto ai prestiti vivi, è rimasta stabile al 2,1 per cento.

***Le condizioni di offerta del credito***

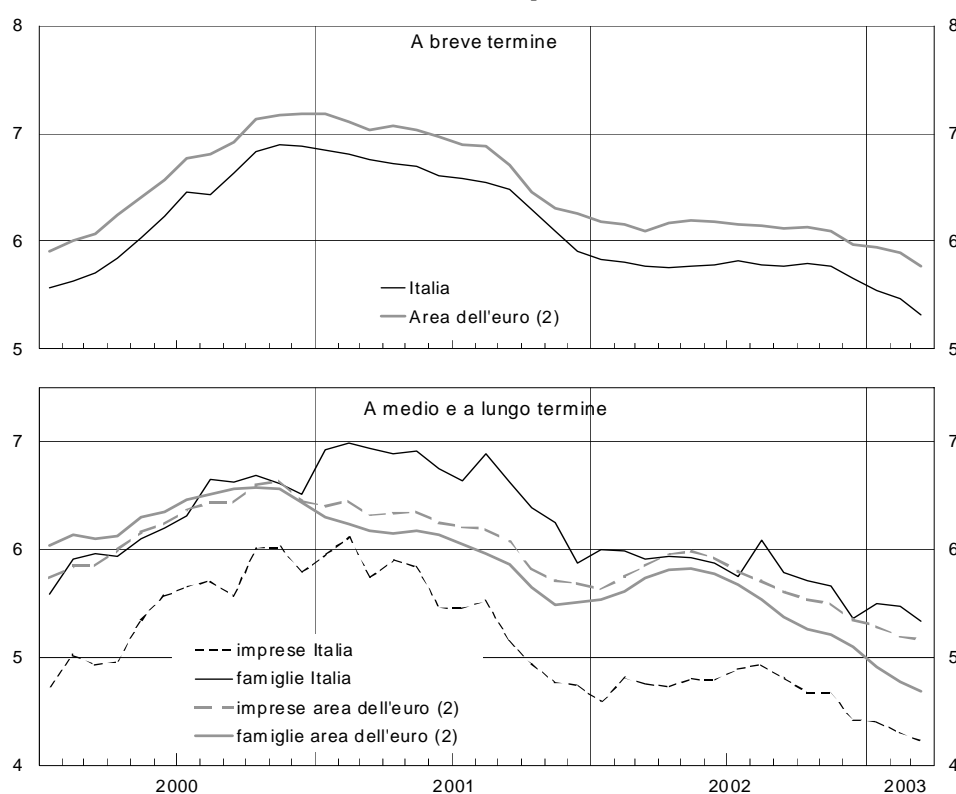
Dall'analisi congiunta di un ampio insieme di indicatori non emergono segnali di restrizione dell'offerta di credito in Italia, sebbene le banche abbiano adottato atteggiamenti più prudenti nella valutazione del rischio di alcuni segmenti di clientela, soprattutto di quelli dove negli scorsi anni si era registrato un aumento notevole dell'indebitamento (cfr. *Bollettino Economico*, n. 37, 2001).

I tassi d'interesse sui prestiti a breve termine sono scesi nel 2002 di 0,3 punti percentuali, al 5,7 per cento, una diminuzione analoga a quella regi-

strata nell'area dell'euro (fig. D13). Quelli sulle erogazioni di prestiti a medio e a lungo termine sono diminuiti di 0,5 punti percentuali per le famiglie e di 0,3 punti per le imprese (rispettivamente al 5,4 e al 4,4 per cento); nell'area la riduzione è stata pari a 0,4 punti sia per le famiglie sia per le imprese. Sono diminuiti anche i tassi di interesse sulle operazioni di leasing, factoring e credito al consumo praticati dalle banche e dalle società finanziarie vigilate dalla Banca d'Italia.

Fig. D13

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



Fonte: statistiche decadali ed elaborazioni su dati BCE.

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

Nel 2002 non si è registrato un significativo ampliamento dei differenziali tra i tassi sui prestiti e i rendimenti del mercato monetario, come invece accade nelle fasi di restrizione dell'offerta. Il divario tra il tasso d'interesse sui prestiti a breve termine e il tasso interbancario a tre mesi è diminuito durante la prima metà dell'anno e si è lievemente ampliato solo negli ultimi mesi. Il valore medio dell'anno (2,5 punti percentuali) è risultato in linea con quello del periodo 1998-2001. Non si rileva un inasprimento delle condizioni praticate ai segmenti di clientela più rischiosi. Il differenziale tra il tasso medio sui prestiti a breve termine e quello minimo è rimasto stabile attorno

ai 2,4 punti percentuali. Anche la quota di prestiti alle imprese assistiti da garanzie è risultata sostanzialmente invariata.

Le variazioni della quota non utilizzata delle linee di credito in conto corrente e l'andamento degli sconfinamenti non indicano l'insorgere di vincoli di liquidità più stringenti rispetto al recente passato. Il rapporto di utilizzo delle linee di credito in conto corrente nel 2002 è stato pari al 42,6 per cento nella media dell'anno, inferiore di un punto percentuale rispetto al valore del 2001 e prossimo a quello minimo dello scorso decennio. Nel settore manifatturiero, dove più forte è stato il rallentamento dei prestiti, i margini inutilizzati sono aumentati; si sono invece ridotti nel comparto dei servizi. Un'analisi condotta sulle imprese non finanziarie censite dalla Centrale dei bilanci mostra che, nel 2002, quelle con grado di utilizzo delle linee di credito superiore all'80 per cento costituivano il 15 per cento del campione, valore analogo a quello registrato tra il 1998 e il 2000, in presenza di condizioni del credito molto espansive.

Infine, non si è osservata una ricomposizione dell'attivo bancario verso attività meno rischiose, come invece è avvenuto in precedenti fasi di restrizione dell'offerta. Il rapporto fra i titoli pubblici e l'aggregato che li comprende insieme ai prestiti e alle altre obbligazioni ha proseguito nella tendenza alla diminuzione: a dicembre del 2002 era pari all'8,6 per cento (10,6 nello stesso periodo del 2001). Nonostante la flessione della redditività, le condizioni patrimoniali delle banche rimangono solide (cfr. il capitolo della sezione E: *Rischi, redditività e patrimonio degli intermediari*).

*La conclusione che i fattori di offerta non abbiano avuto un ruolo rilevante nel determinare la decelerazione del credito registrata nel 2002 è confermata da un confronto con la precedente fase di forte rallentamento dei prestiti nella prima metà degli anni novanta. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari scese dal 14,9 per cento del 1991 all'1,2 del 1994 e si mantenne su valori molto contenuti fino al 1996. Al rallentamento contribuì una ampia flessione della domanda, ma vi concorsero, verosimilmente, anche politiche di erogazione del credito più prudenti. In quel periodo si registrò un forte aumento del differenziale tra il tasso medio sui prestiti a breve termine e il tasso di mercato monetario e del differenziale tra il tasso medio sui prestiti a breve termine e quello praticato alla clientela meno rischiosa. Si osservò inoltre un notevole rallentamento del credito accordato in conto corrente, associato a un incremento del rapporto di utilizzo delle linee di credito. Per un ampio campione di imprese della Centrale dei bilanci, la quota di quelle con grado di utilizzo delle linee di credito superiore all'80 per cento raggiunse il 26 per cento alla fine del 1994. Il rapporto fra i titoli pubblici nel portafoglio delle banche e l'aggregato che li comprende insieme ai prestiti e alle altre obbligazioni aumentò dal 15,4 per cento nel 1990 al 24,2 nel 1994.*

Alla fine del 2002 ha preso avvio l'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema (cfr. BCE, *Bollettino mensile*, aprile e maggio 2003). L'obiettivo è raccogliere le valutazioni delle

principali banche sugli andamenti del trimestre trascorso e sulle prospettive per quello successivo. L'indagine è condotta mediante un questionario rivolto ai responsabili del credito; per l'Italia partecipano quelli delle banche a capo di sette tra i principali gruppi. Secondo le informazioni raccolte presso gli intermediari italiani, tra l'ultimo trimestre del 2002 e il primo trimestre del 2003 i criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito sarebbero diventati più prudenti limitatamente all'erogazione di credito alle grandi imprese, a fronte di un aumento dei rischi percepiti. I responsabili del credito intervistati hanno invece indicato una sostanziale stabilità dei criteri seguiti nella concessione di prestiti alle famiglie.

### ***L'andamento del credito nel Mezzogiorno***

Il rallentamento del credito registrato nel 2002 ha interessato esclusivamente la clientela residente nelle regioni del Centro Nord, per la quale il tasso di crescita è sceso dall'8,0 al 6,0 per cento (tav. D14). I prestiti erogati nel Mezzogiorno hanno invece accelerato, dal 5,1 al 7,0 per cento. Includendo nel credito complessivo anche i prestiti iscritti a sofferenza nell'anno, il tasso di crescita dei finanziamenti bancari nel Mezzogiorno è stato superiore di due punti percentuali a quello registrato al Centro Nord.

*Dopo la grave crisi seguita alla recessione del 1993, il sistema bancario del Mezzogiorno è stato interessato da profonde trasformazioni negli assetti proprietari e nelle strutture di offerta del credito (cfr. il capitolo della sezione E: Il sistema creditizio nel Mezzogiorno). Tra il 1991 e il 2001 il tasso medio annuo di crescita dei prestiti a clientela residente nel Mezzogiorno era stato pari al 5 per cento, inferiore di tre punti percentuali rispetto a quello registrato al Centro Nord. Nello stesso periodo, tuttavia, i passaggi a sofferenza avevano interessato in media il 3 per cento del credito concesso nelle regioni meridionali e l'1 per cento di quello erogato nelle altre regioni. Includendo nel totale dei finanziamenti quelli entrati in sofferenza ogni anno, i prestiti bancari nel Mezzogiorno sono aumentati in quegli anni a ritmi prossimi a quelli del Centro Nord. Una divergenza contenuta si è registrata solo nel quadriennio 1998-2001, in concomitanza con la forte crescita dei prestiti connessa con operazioni di finanza straordinaria al Centro Nord e con il rallentamento di quelli erogati alle società finanziarie nel Mezzogiorno.*

La più elevata crescita dei finanziamenti bancari registrata nel Mezzogiorno nel 2002 è in larga parte ascrivibile all'accelerazione del credito alle imprese (7,2 per cento a fronte del 5,3 nel 2001), che ha invece rallentato al Centro Nord (dall'8,3 al 5,3 per cento). In particolare, i prestiti alle aziende del comparto dei servizi hanno accelerato nelle regioni meridionali (all'11,0 per cento, dal 7,3) mentre hanno rallentato nelle altre aree (dal 10,8 al 5,7 per cento). Nel comparto manifatturiero il credito è aumentato dello 0,4 per cento nel Mezzogiorno, a fronte di un calo dello 0,3 al Centro Nord. L'accelerazione dei finanziamenti alle società di costruzione è stata più intensa per le imprese meridionali.

**PRESTITI, SOFFERENZE E TASSI D'INTERESSE DELLE BANCHE  
PER AREE GEOGRAFICHE E SETTORI DI ATTIVITÀ ECONOMICA (1)**

*(valori percentuali e milioni di euro)*

Periodi	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Imprese individuali			
				Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi					
<b>Variazioni dei prestiti sui 12 mesi (2)</b>											
2001 - dic.											
Centro Nord	-4,5	14,0	8,3	1,1	8,9	3,8	8,2	10,8	9,4	3,8	8,0
Mezzogiorno	-0,5	-11,4	5,3	27,2	5,2	4,1	1,2	7,3	8,4	2,9	5,1
2002 - dic.											
Centro Nord	-4,3	5,6	5,3	22,9	3,9	-0,3	9,3	5,7	11,3	8,8	6,0
Mezzogiorno	6,7	-14,3	7,2	1,2	7,2	0,4	8,4	11,0	8,8	7,0	7,0
<b>Rapporto sofferenze/prestiti complessivi (3)</b>											
2001 - dic.											
Centro Nord	0,0	0,4	3,5	1,3	3,7	3,2	8,2	3,3	3,8	8,1	3,2
Mezzogiorno	0,8	3,3	14,7	11,0	14,7	10,9	27,0	12,8	10,9	27,5	14,0
2002 - dic.											
Centro Nord	0,0	0,4	3,6	1,0	3,8	3,4	8,3	3,4	4,0	7,7	3,3
Mezzogiorno	0,9	3,5	13,0	20,3	13,0	11,1	21,3	11,6	9,4	24,4	12,4
<b>Tassi d'interesse sui prestiti a breve termine (4)</b>											
2001 - dic.											
Centro Nord	4,83	4,44	6,33	5,08	6,43	6,26	7,67	6,57	7,66	9,16	5,96
Mezzogiorno	5,44	4,45	7,73	6,10	7,73	7,69	8,38	7,69	8,30	9,99	7,73
2002 - dic.											
Centro Nord	4,00	3,82	6,05	4,44	6,14	5,93	7,61	6,42	7,70	9,24	5,68
Mezzogiorno	4,38	4,41	7,33	5,87	7,33	7,21	8,41	7,51	8,45	9,73	7,35
<b>Tassi d'interesse sui prestiti a medio e a lungo termine (4) (5)</b>											
2001 - dic.											
Centro Nord	5,84	4,62	5,11	4,18	5,17	4,99	5,34	5,27	5,23	5,47	5,03
Mezzogiorno	5,70	7,08	5,80	-	5,80	5,62	5,75	6,04	5,62	6,01	5,78
2002 - dic.											
Centro Nord	3,93	3,32	4,72	4,88	4,72	4,58	4,82	4,73	4,65	4,96	4,43
Mezzogiorno	3,88	4,11	5,25	-	5,25	5,01	5,40	5,38	5,00	5,79	5,20
<b>Consistenze dei prestiti</b>											
2002 - dic.											
Centro Nord	49.217	113.247	487.866	42.826	445.039	158.400	47.918	197.402	162.317	45.042	857.688
Mezzogiorno	6.333	3.295	57.365	309	57.056	16.771	8.701	25.364	42.858	12.713	122.565
Italia . . . . .	55.550	116.543	545.230	43.136	502.095	175.170	56.620	222.766	215.175	57.755	980.253

(1) I dati sui prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minore rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystema. 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) Il denominatore comprende anche i prestiti in sofferenza. - (4) Dati medi dell'ultimo trimestre dell'anno indicato. Fonte: *Centrale dei rischi* - (5) Tassi praticati sulle erogazioni, escluse le operazioni a tasso agevolato.

L'accelerazione dei prestiti alle imprese del Mezzogiorno si è accompagnata a un incremento dei margini disponibili sulle linee di credito in conto corrente. Nel 2002 il rapporto tra il credito utilizzato e quello accordato per le società non finanziarie e le imprese individuali si è ridotto di poco meno di un punto sia nel Mezzogiorno sia al Centro Nord, rispettivamente al 57,4 e al 46,7 per cento.

*Nell'ultimo quinquennio il grado di utilizzo dei fidi in conto corrente si è ridotto notevolmente per le imprese del Mezzogiorno: alla fine del 1997 era pari al 65,4 per cento (49,8 per le imprese del Centro Nord). Il calo ha interessato esclusivamente le imprese con crediti accordati inferiori a 25 milioni di euro, per le quali il livello di utilizzo dei fidi è passato dal 67,6 al 56,8 per cento (dal 57,2 al 52,6 per cento al Centro Nord).*

Nel 2002 il credito erogato dalle società finanziarie vigilate dalla Banca d'Italia è cresciuto del 12,0 per cento nel Mezzogiorno, a fronte del 7,8 per cento al Centro Nord. L'espansione è stata più sostenuta per i prestiti connessi con l'attività di leasing, erogati in larga parte alle imprese, aumentati del 15,8 per cento nel Mezzogiorno e dell'11,6 nelle altre regioni del Paese.

I tassi d'interesse sui prestiti bancari a breve termine alle società non finanziarie e alle imprese individuali sono diminuiti di 0,3 punti percentuali nel Mezzogiorno e di 0,4 punti nel Centro Nord, rispettivamente al 7,9 e al 6,3 per cento. Per le imprese manifatturiere il calo è stato più marcato nelle regioni meridionali (0,6 punti) rispetto alle altre regioni (0,3 punti).

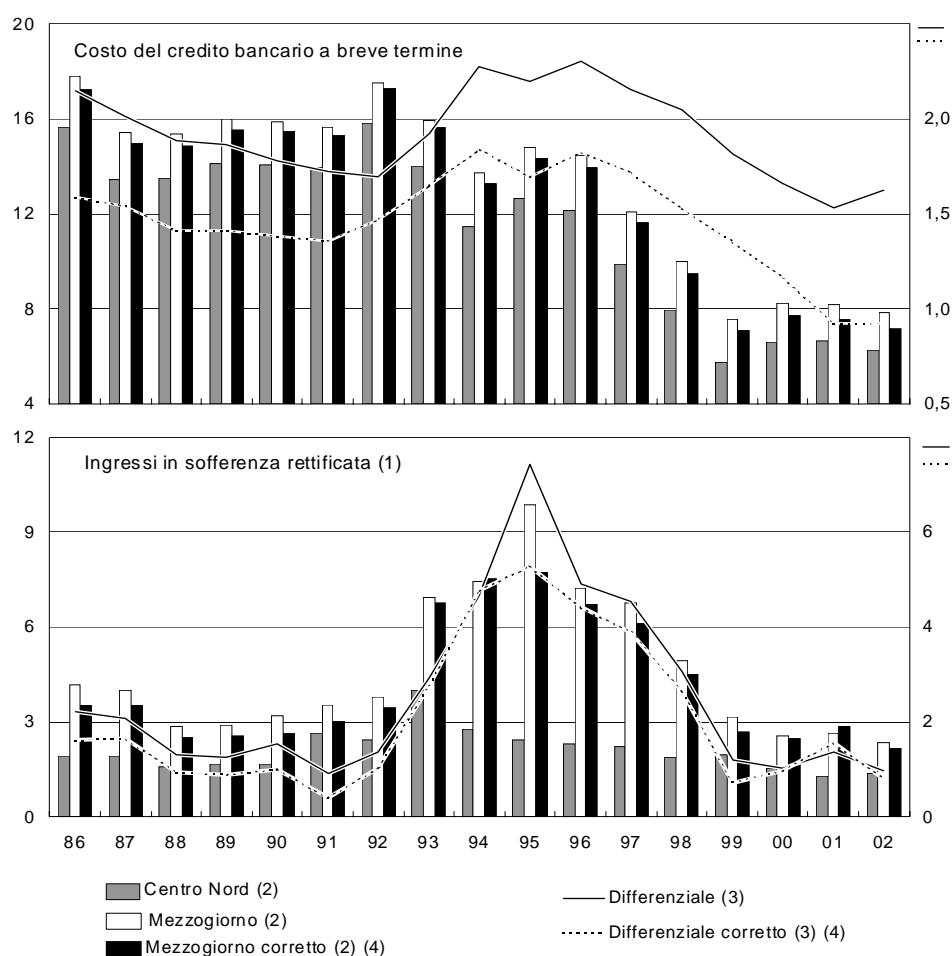
*Il differenziale tra i tassi sui prestiti a breve termine applicati alle imprese nel Mezzogiorno e al Centro Nord si è progressivamente ridotto dal 1996, quando era pari a 2,3 punti percentuali, raggiungendo valori che risultano molto contenuti anche nel confronto storico (fig. D14). Rispetto al Centro Nord, il più elevato costo del credito nel Mezzogiorno riflette in parte le differenti caratteristiche delle imprese affidate nelle due aree. Nelle regioni meridionali, il numero di imprese di minori dimensioni è più ampio e più rilevanti sono i settori caratterizzati da maggiore rischiosità. Se si calcola il tasso d'interesse medio per le imprese del Mezzogiorno applicando la composizione settoriale e dimensionale dei prestiti erogati alle imprese del Centro Nord, il differenziale nel 2002 risulta pari a 0,9 punti percentuali, il valore più basso degli ultimi quindici anni, periodo per il quale si dispone di dati confrontabili. Il divario di costo che permane, una volta tenuto conto della differente composizione settoriale e dimensionale delle imprese, riflette la più elevata rischiosità delle aziende del Mezzogiorno, riconducibile alle diseconomie esterne che gravano sull'attività produttiva in quell'area. Nelle regioni meridionali la quota di prestiti iscritti a sofferenze ogni anno è stata strutturalmente superiore a quella riscontrata al Centro Nord, anche tenendo conto delle caratteristiche produttive della clientela bancaria nelle due aree. Nel 2002, le nuove sofferenze hanno rappresentato il 2,3 per cento dei prestiti nel Mezzogiorno (il 2,1 se si applica la composizione settoriale e dimensionale del Centro Nord), contro l'1,3 per cento al Centro Nord.*

Nel 2002 il tasso d'interesse medio applicato ai finanziamenti a medio e a lungo termine non agevolati si è ridotto per le società non finanziarie

e le imprese individuali di 0,5 punti percentuali sia al Centro Nord sia nel Mezzogiorno (al 4,7 e al 5,4 per cento, rispettivamente; fig. D15). La differenza tra i tassi praticati nelle due aree è diminuita di 0,3 punti rispetto alla fine del 1998. Tenendo conto anche dei prestiti a tasso agevolato, il costo del credito nel Mezzogiorno supera quello al Centro Nord di 0,4 punti.

Fig. D14

**COSTO DEL CREDITO E INGRESSI IN SOFFERENZA  
RELATIVI ALLE IMPRESE DEL MEZZOGIORNO E DEL CENTRO NORD**  
(dati medi annuali; valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.

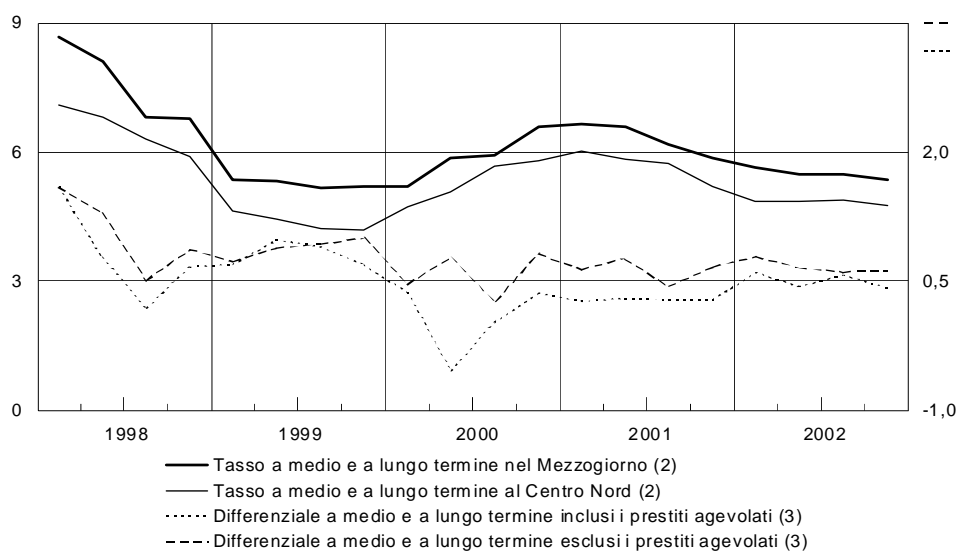
(1) In rapporto alle consistenze dei prestiti non in sofferenza rettificata in essere alla fine dell'anno precedente. - (2) Scala di sinistra. - (3) Scala di destra. - (4) A parità di composizione settoriale e dimensionale riferita ai prestiti erogati a imprese del Centro Nord. Per il calcolo degli indicatori cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

*Nel corso degli anni novanta, la quota dei finanziamenti a medio e a lungo termine alle imprese assistite da agevolazioni in conto interessi si è costantemente ridotta al Centro Nord, raggiungendo il 4,0 per cento alla fine del 2002 (dall'11,5 del 1990). Nel Mezzogiorno la quota è notevolmente aumentata tra il 1993 e il 1997, raggiungendo il 29,2 per cento. Si*

è ridotta negli anni successivi fino al 16,6 per cento del 2002, riflettendo il crescente ricorso a schemi di agevolazioni alle imprese che non comportano l'erogazione di finanziamenti da parte del sistema bancario.

Fig. D15

**TASSI ATTIVI A MEDIO E A LUNGO TERMINE  
NEL MEZZOGIORNO E AL CENTRO NORD (1)**  
(dati trimestrali; valori e punti percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Scala di sinistra. - (3) Scala di destra.

I tassi applicati ai depositi in conto corrente delle famiglie meridionali sono ormai allineati a quelli del Centro Nord. Il differenziale di remunerazione, pari in media a 0,3 punti percentuali nella prima metà degli anni novanta, si è progressivamente annullato negli anni successivi.

*Nell'ultimo quinquennio una quota crescente dei prestiti erogati nel Mezzogiorno è stata finanziata con il risparmio raccolto dalle banche nella stessa area. Il rapporto tra i prestiti e la raccolta riferiti alla clientela meridionale è passato dal 78,9 per cento della fine del 1997 all'82,9 per cento del 2002; è inferiore a quello delle altre regioni, dove è strutturalmente al di sopra del 100 per cento. Al Centro Nord gli impieghi sono finanziati in ampia misura con raccolta sull'estero ed è inoltre molto rilevante il peso del credito erogato alle società finanziarie e alle holding capogruppo che, sebbene abbiano sede legale in quest'area, presentano un'operatività estesa a tutto il territorio nazionale. Nel Mezzogiorno, il minore rapporto tra i crediti erogati e la raccolta bancaria risente inoltre delle specifiche modalità di formazione del reddito. Un ampio volume di risorse affluisce alle regioni meridionali dall'esterno, in larga parte attraverso trasferimenti nazionali e comunitari, alimentando la raccolta bancaria e i consumi e riducendo, nello stesso tempo, il fabbisogno finanziario delle imprese.*

## La raccolta

Nel 2002 la raccolta bancaria sotto forma di depositi e obbligazioni è aumentata in Italia dell'8,0 per cento (7,8 nel 2001; tav. D11); nell'area dell'euro l'espansione è stata del 4,3 per cento (7,1 nel 2001).

In Italia i depositi hanno registrato una lieve accelerazione (dal 6,4 al 6,7 per cento) per effetto sia del forte aumento delle cessioni temporanee di titoli, sia dell'andamento positivo dei depositi a risparmio. I depositi delle filiali di banche estere sono più che raddoppiati; la loro quota di mercato è salita dallo 0,7 all'1,3 per cento.

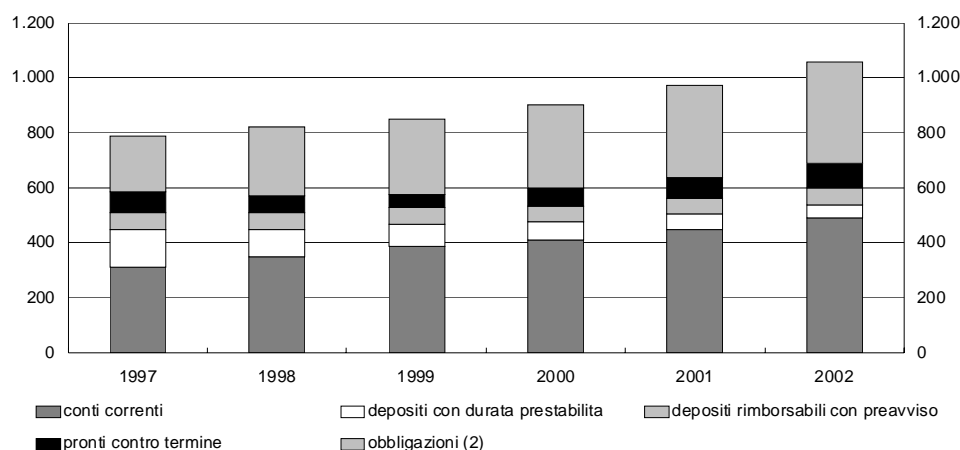
I depositi in conto corrente, cresciuti a ritmi elevati nella prima parte del 2002, hanno rallentato negli ultimi mesi dell'anno, in connessione con la ripresa degli investimenti in quote di fondi comuni da parte delle famiglie. Nell'intero anno i conti correnti sono cresciuti del 7,2 per cento, in linea con quanto previsto in base alla variazione del loro rendimento, del PIL e dei tassi di mercato.

I depositi rimborsabili con preavviso, dopo un lungo periodo di declino, sono cresciuti nel 2002 del 5,4 per cento (0,1 per cento nel 2001; fig. D16). La raccolta effettuata mediante cessioni temporanee di titoli ha registrato un'accelerazione concentrata nella parte finale dell'anno (al 17,2 per cento, dall'11,6 del 2001), ascrivibile in larga misura a operazioni con SIM, società fiduciarie e fondi comuni d'investimento.

Fig. D16

### RACCOLTA BANCARIA IN ITALIA (1)

(dati di fine anno; miliardi di euro)



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) Esclusi i depositi delle Amministrazioni pubbliche centrali. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Valore complessivo dei titoli di debito, incluse le obbligazioni detenute da non residenti.

La crescita della raccolta obbligazionaria delle banche si è mantenuta elevata (10,3 per cento, contro il 10,6 nel 2001); il peso delle obbligazioni

sul totale della raccolta è lievemente salito, al 34,6 per cento. Le obbligazioni con vincolo di subordinazione hanno continuato a espandersi in misura sostenuta (11,0 per cento), raggiungendo il 12,2 per cento di quelle complessive.

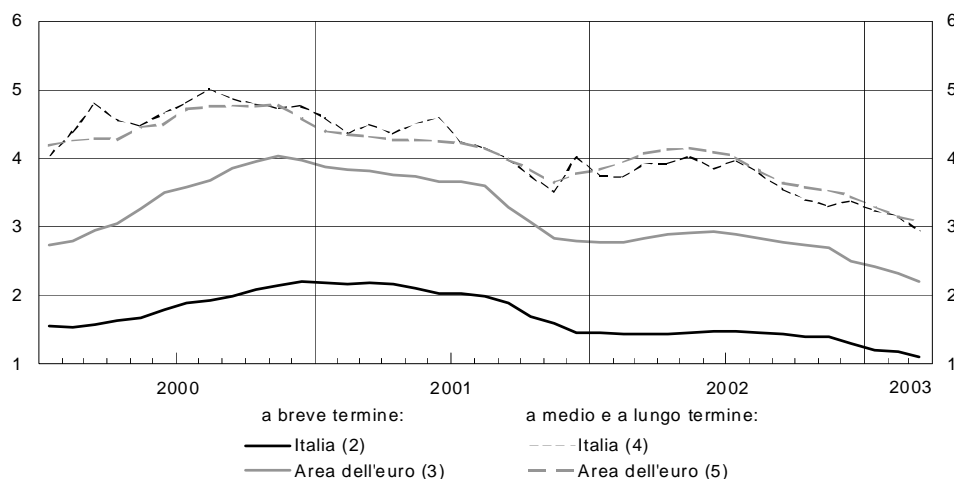
Tra le nuove emissioni del 2002 la quota delle obbligazioni con durata inferiore ai cinque anni è stata dell'88,6 per cento, oltre cinque punti percentuali in più rispetto a quella registrata nel 2001. Ciò ha in parte riflesso il calo, da 17 a 8 miliardi di euro, dei collocamenti sull'euromercato, caratterizzati da una più lunga durata. Ne è conseguita una riduzione della vita media residua dei titoli emessi.

*La riduzione della durata all'emissione della raccolta obbligazionaria registrata nel 2002 si è riflessa in un calo della vita media residua delle passività a scadenza predeterminata da 25,7 a 25,1 mesi; includendo anche i depositi in conto corrente essa è risultata pari a 16,7 mesi (17,0 nel 2001). Se per gli strumenti indicizzati si fa riferimento al tempo che intercorre tra le revisioni dei rendimenti, la durata media del passivo si è ridotta da 8,0 a 7,9 mesi.*

*Dal lato dell'attivo, la vita media residua degli strumenti con scadenza predeterminata ha registrato una crescita da 35,8 a 36,7 mesi, ascrivibile soprattutto all'aumento della componente a medio e a lungo termine dei prestiti a residenti. Includendo anche i conti correnti attivi e tenendo conto delle indicizzazioni l'aumento è stato più contenuto, da 13,6 a 13,8 mesi.*

Fig. D17

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



Fonte: BCE e statistiche decedali.

(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.

I tassi sulla raccolta a breve termine sono leggermente scesi nell'ultima parte dell'anno (fig. D17). La remunerazione dei conti correnti si è ridotta

nei dodici mesi terminanti a dicembre di 0,1 punti percentuali, all'1,3 per cento. Il differenziale tra il tasso sui BOT e quello sui conti correnti, al netto del diverso regime fiscale, è diminuito nell'anno di 0,3 punti, a 1,5 punti. Il rendimento netto delle obbligazioni bancarie a tasso fisso è diminuito di 0,6 punti, al 3,4 per cento; il differenziale tra la remunerazione dei BTP quinquennali e quella delle emissioni obbligazionarie si è lievemente ridotto, da 0,4 a 0,3 punti, malgrado la riduzione della vita media di queste ultime.

Nell'area dell'euro i tassi sulle passività bancarie sia a breve sia a medio e a lungo termine sono diminuiti di 0,3 punti.

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

Nel 2002 i titoli di proprietà delle banche sono diminuiti di 14,7 miliardi di euro (-8,2 per cento). Al netto delle variazioni dei corsi il calo è stato pari al 15,6 per cento e ha interessato prevalentemente i titoli di Stato, la cui quota sul totale si è ridotta di 5,9 punti percentuali (al 62,8 per cento). Il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli) e l'aggregato che le comprende assieme ai prestiti è diminuito di 1,4 punti, al 15,5 per cento.

*Alla progressiva riduzione delle attività liquide registrata dal sistema bancario italiano negli ultimi quattro anni hanno concorso diversi fattori. In primo luogo, la maggiore diversificazione delle attività associata alla crescita dimensionale degli intermediari ha consentito una più efficiente gestione del rischio di liquidità. Inoltre, con l'introduzione della moneta unica gli intermediari italiani possono accedere a un più vasto mercato interbancario senza incorrere in rischi di cambio. Può avervi contribuito anche il cambiamento nella composizione dei prestiti: analizzando i dati delle singole banche, tra il 1999 e il 2002 si riscontra una correlazione positiva tra il calo della quota dei finanziamenti in conto corrente e quello del grado di liquidità.*

Nel 2002 il valore contabile delle partecipazioni in società non bancarie residenti in Italia, al netto dei fondi di svalutazione e degli investimenti effettuati per conto dei fondi di previdenza del personale, è aumentato di 5,7 miliardi di euro, a 29,4 miliardi; quelle in imprese non finanziarie (6,0 miliardi) facevano capo per quasi tre quarti a società non quotate. Le partecipazioni in altre banche sono diminuite di 0,8 miliardi, a 40,0 miliardi, mentre quelle in società finanziarie sono aumentate di 4,4 miliardi, a 18,1 miliardi.

*Sulla base delle definizioni armonizzate, alla fine del 2002 le banche italiane detenevano azioni e partecipazioni in società non bancarie dell'area dell'euro per un valore di mercato di 49 miliardi di euro, pari al 2,9 per cento delle attività diverse da quelle intercredizie. Le analoghe quote erano pari al 5,2 in Germania, al 4,0 in Francia e al 4,3 in Spagna.*

Dopo la forte espansione registrata nel triennio 1999-2001, nel 2002 le banche italiane hanno diminuito l'indebitamento netto sull'estero per 47,6 miliardi (-44,9 per cento, tav. D15). Al calo ha contribuito la disponibilità di fondi derivanti dalla vendita di titoli e dalla maggiore crescita della raccolta interna rispetto ai prestiti. A dicembre del 2002 la posizione netta sull'estero risultava debitoria per 54,3 miliardi di euro (106,0 miliardi a dicembre 2001), pari al 2,6 per cento del totale delle passività, un valore prossimo a quello osservato nel 1998.

Tav. D15

**ATTIVITÀ E PASSIVITÀ SULL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE (1)**  
(dati di fine anno; milioni di euro)

Voci	2000	2001	2002	Variazioni 2001/2002 (2)
<b>Attività (a)=(b)+(c)</b> .....	<b>194.485</b>	<b>180.538</b>	<b>212.637</b>	<b>36.031</b>
Area dell'euro (b) .....	102.467	95.703	123.059	23.308
Istituzioni monetarie e finanziarie .....	68.412	60.465	83.975	22.535
Altri residenti nell'area .....	34.055	35.238	39.084	773
di cui: <i>prestiti</i> .....	15.881	13.894	13.986	353
<i>titoli</i> .....	9.936	10.950	14.025	134
Resto del mondo (c) .....	92.018	84.835	89.578	12.723
<b>Passività (d)=(e)+(f)</b> .....	<b>272.380</b>	<b>286.508</b>	<b>266.968</b>	<b>-11.570</b>
Area dell'euro (e) .....	114.670	115.387	120.942	5.615
Istituzioni monetarie e finanziarie .....	107.605	109.572	111.654	2.082
Altri residenti nell'area .....	7.065	5.816	9.288	3.533
Resto del mondo (f) .....	157.710	171.121	146.026	-17.185
<b>Passività nette (d)-(a)</b> .....	<b>77.895</b>	<b>105.971</b>	<b>54.330</b>	<b>-47.601</b>
Area dell'euro (e)-(b) .....	12.203	19.684	-2.118	-17.693
Resto del mondo (f)-(c) .....	65.692	86.287	56.448	-29.908

(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.

*Tra gli altri principali paesi dell'area dell'euro, posizioni creditorie nette si registrano per i sistemi bancari tedesco (6,3 per cento del totale delle passività), francese (7,0 per cento) e olandese (2,0 per cento); debitorie per quello spagnolo (4,4 per cento).*

La riduzione dell'indebitamento netto nei confronti dei non residenti è il risultato di un aumento delle attività di 36,0 miliardi di euro e di una diminuzione delle passività di 11,6 miliardi. Si è registrata una forte espansione delle attività verso banche residenti nei paesi dell'area dell'euro (37,3 per cento). Sono invece diminuite in misura cospicua le passività verso operatori residenti al di fuori dell'area dell'euro (-10,0 per cento).

### *I titoli in deposito presso le banche*

Nel 2002 i titoli depositati dalla clientela ordinaria presso le banche, contabilizzati al valore nominale, sono aumentati del 2,8 per cento (7,7 per cento nel 2001), a 1.531 miliardi di euro (tav. D16). I titoli depositati dalle famiglie hanno ripreso a crescere, nonostante la contrazione di quelli affidati alle gestioni patrimoniali (-9,3 per cento; cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*).

Tav. D16

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

Depositante (1)	Totale					
	di cui:					Titoli esteri
	Emessi da soggetti residenti				Quote di OICR (2)	
	Obbligazioni bancarie	Titoli di Stato	Azioni			
<b>2001</b>						
OICR .....	375,0	5,7	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 ....	160,9	20,0	83,3	3,7	3,7	45,6
Altre società finanziarie .	60,3	6,7	26,5	9,6	2,5	12,4
Imprese (3) .....	101,6	18,4	20,8	26,1	13,5	15,3
Famiglie consumatrici ...	722,1	183,7	192,2	33,6	163,9	130,9
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ...	92,0	0,7	22,0	0,7	48,8	18,4
Altri .....	21,8	1,7	7,9	7,3	0,2	3,2
<b>Totale (4) .....</b>	<b>1.488,9</b>	<b>237,0</b>	<b>482,1</b>	<b>87,2</b>	<b>270,3</b>	<b>371,5</b>
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ...	121,4	1,7	36,2	1,3	54,5	25,0
<b>2002</b>						
OICR .....	307,1	5,8	156,3	4,0	21,4	112,9
SIM e società fiduciarie .	58,1	1,4	9,0	5,9	21,0	18,6
Società assicurative ....	191,3	22,1	96,8	4,2	5,3	55,1
Altre società finanziarie .	46,4	4,4	15,0	10,6	2,6	11,0
Imprese (3) .....	120,1	19,5	21,6	43,6	14,4	15,6
Famiglie consumatrici ...	789,8	205,4	204,4	38,8	175,1	150,0
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ...	83,4	0,8	24,0	0,3	33,5	23,1
Altri .....	18,4	1,6	7,0	4,7	0,3	3,2
<b>Totale (4) .....</b>	<b>1.531,2</b>	<b>260,2</b>	<b>510,1</b>	<b>111,8</b>	<b>240,1</b>	<b>366,4</b>
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i> ...	108,2	1,5	35,4	0,4	38,0	30,4

(1) Residente in Italia. - (2) Dal 2002 sono incluse le quote depositate dalla clientela anche in assenza di un esplicito contratto di custodia. - (3) Società non finanziarie, finanziarie di partecipazione e imprese individuali. - (4) Al netto dei rapporti intercreditizi.

Nell'anno il valore di mercato dei titoli negoziati dalle banche per conto della clientela (escluse le operazioni su titoli derivati) è risultato pari a 711 miliardi, in diminuzione rispetto al valore registrato nell'anno precedente (751 miliardi). Il calo ha riguardato principalmente le negoziazioni di titoli azionari, da 445 a 346 miliardi.

### ***I conti economici***

Nel 2002 il margine di interesse delle banche italiane è aumentato del 5,2 per cento (5,6 nel 2001; tav. D17), riflettendo l'espansione del credito; il divario tra il rendimento unitario dei prestiti e il costo unitario della raccolta è sceso a 3,8 punti percentuali, il valore più basso dagli anni sessanta (tav. aD19).

I ricavi da servizi sono diminuiti del 7,7 per cento (-12,7 nel 2001); il calo delle commissioni nette connesse con la gestione del risparmio (-22,0 per cento) non è stato compensato dall'espansione delle commissioni di incasso e pagamento (14,0 per cento) e dall'aumento dei proventi derivanti dalla distribuzione di servizi di terzi (26,9 per cento).

*Tra i ricavi da servizi, le commissioni per il collocamento di titoli sono diminuite di 860 milioni di euro (-19,4 per cento), quelle derivanti dalla negoziazione di valori mobiliari e valute per conto della clientela di 270 milioni (-26,5 per cento). Anche le commissioni per custodia e amministrazione di titoli si sono ridotte, di 170 milioni (-21,6 per cento) e quelle derivanti dalle gestioni patrimoniali, di 110 milioni (-11,1 per cento).*

I ricavi netti delle altre operazioni finanziarie sono calati del 19,8 per cento, in larga misura per la contrazione dei dividendi sulle partecipazioni azionarie (-25,0 per cento).

*I dividendi derivano per oltre la metà da azioni e partecipazioni in istituti di credito; quelli distribuiti da società non bancarie sono stati pari a 3,6 miliardi di euro, il 44 per cento del totale.*

Il margine di intermediazione, escludendo i dividendi percepiti su azioni e partecipazioni bancarie, si è ridotto dello 0,2 per cento (era cresciuto dell'1,5 per cento nel 2001).

L'accelerazione dei costi complessivi per il personale (dall'1,0 al 4,9 per cento) è ascrivibile principalmente agli oneri per gli incentivi all'uscita anticipata dei dipendenti. Il costo unitario per addetto, al netto di queste spese, è aumentato del 2,0 per cento, in linea con quanto previsto dal contratto collettivo del settore del credito (cfr. la Relazione sull'anno 2001).

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

Voci	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
	<b>In percentuale dei fondi intermediati</b>				<b>Variazioni percentuali (3)</b>			
<b>Margine d'interesse (a)</b> .....	<b>1,95</b>	<b>1,93</b>	<b>1,93</b>	<b>1,91</b>	<b>-6,4</b>	<b>7,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>
<b>Altri ricavi netti (b) (2)</b> .....	<b>1,60</b>	<b>1,76</b>	<b>1,75</b>	<b>1,46</b>	<b>17,8</b>	<b>20,6</b>	<b>4,1</b>	<b>-12,2</b>
di cui: <i>negoiazione</i> .....	0,18	0,14	0,13	0,07	-41,3	-13,6	-18,0	-42,8
<i>servizi</i> .....	0,73	0,81	0,67	0,59	22,6	21,4	-12,7	-7,7
<i>altre operazioni finanziarie (2)</i> .....	0,42	0,52	0,67	0,51	90,8	35,5	34,7	-19,8
					(65,3)	(22,1)	(17,4)	(-7,1)
<b>Margine d'intermediazione (c=a+b) (2)</b> ...	<b>3,55</b>	<b>3,69</b>	<b>3,68</b>	<b>3,37</b>	<b>3,2</b>	<b>13,5</b>	<b>4,9</b>	<b>-3,1</b>
					(0,5)	(11,5)	(1,5)	(-0,2)
<b>Costi operativi (d)</b> .....	<b>2,15</b>	<b>2,06</b>	<b>2,03</b>	<b>2,02</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>
di cui: <i>per il personale bancario (3)</i> .....	1,26	1,16	1,11	1,10	-0,4	1,0	1,0	4,9
<b>Risultato di gestione (e=c-d) (2)</b> .....	<b>1,40</b>	<b>1,63</b>	<b>1,65</b>	<b>1,35</b>	<b>3,8</b>	<b>26,9</b>	<b>6,1</b>	<b>-12,5</b>
					(-3,1)	(23,0)	(-2,2)	(-7,5)
<b>Rettifiche e riprese di valore e accantonamenti (f) (2) (4)</b>	<b>0,40</b>	<b>0,36</b>	<b>0,66</b>	<b>0,56</b>	<b>-15,0</b>	<b>10,4</b>	<b>91,3</b>	<b>-10,1</b>
					(-6,8)	(0,9)		
di cui: <i>su crediti</i> .....	0,44	0,35	0,37	0,38	-1,5	-11,8	11,0	7,5
<b>Utile lordo (g=e-f) (2) (4)</b> .....	<b>1,01</b>	<b>1,27</b>	<b>0,99</b>	<b>0,80</b>	<b>13,7</b>	<b>33,4</b>	<b>-17,9</b>	<b>-14,1</b>
					(-0,9)	(34,9)	(-34,2)	(-4,9)
<b>Imposte (h)</b> .....	<b>0,40</b>	<b>0,48</b>	<b>0,39</b>	<b>0,30</b>	<b>-4,6</b>	<b>32,5</b>	<b>-14,4</b>	<b>-18,8</b>
<b>Utile netto (g-h) (4)</b> .....	<b>0,61</b>	<b>0,79</b>	<b>0,59</b>	<b>0,49</b>	<b>30,0</b>	<b>41,9</b>	<b>-20,1</b>	<b>-11,1</b>
Dividendi distribuiti .....	0,37	0,43	0,39	0,33	49,4	27,7	-3,7	-12,0
	<b>Altri indicatori</b>							
	<b>Utile lordo</b>				<b>Utile netto</b>			
Utile in percentuale del capitale e delle riserve (ROE) (5) .....	15,3	18,4	14,5	10,5	9,6	11,5	8,8	6,2
	<b>Consistenze</b>				<b>Variazioni percentuali</b>			
Fondi intermediati ( <i>milioni di euro</i> ) .....	1.632.225	1.785.475	1.889.724	1.998.447	3,8	9,7	5,5	5,8
Dipendenti medi totali .....	343.090	343.037	345.194	342.536	-1,2	0,1	0,5	-0,7
di cui: <i>dipendenti bancari</i> .....	338.785	339.054	342.279	340.541	-1,2	0,1	0,8	-0,4
Fondi intermediati per dipendente ( <i>migliaia di euro</i> )								
Valori nominali .....	4.757	5.205	5.474	5.834	5,0	9,7	5,0	6,5
Valori a prezzi costanti (6) .....	4.325	4.614	4.723	4.911	3,3	7,0	2,2	3,9
Costo unitario del personale ( <i>migliaia di euro</i> )								
Valori nominali (7) .....	59,1	60,5	61,1	62,4	0,2	2,2	0,8	2,0
Valori a prezzi costanti (6) (7) .....	53,7	53,6	52,7	52,5	-1,5	-0,4	-1,9	-0,6
<i>Per memoria (8):</i>								
Fondi intermediati ( <i>milioni di euro</i> ) .....	1.635.415	1.789.484	1.893.413	2.006.174	3,5	9,4	5,8	6,0
Numero dei dipendenti totali (9) .....	340.711	344.348	343.812	341.584	-0,9	1,1	-0,2	-0,6
di cui: <i>dipendenti bancari (9)</i> .....	336.487	340.884	341.295	340.409	-0,9	1,3	0,1	-0,3

(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) 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. - (4) 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. - (5) All'utile sono sommati il reddito netto delle filiali all'estero e la variazione del fondo rischi bancari generali. - (6) Dati deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (base 1995=100). - (7) Sono esclusi dalle spese per il personale bancario gli oneri straordinari per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. - (8) Dati riferiti all'intero sistema bancario, incluse le banche che non hanno inviato le informazioni di conto economico. - (9) Dati di fine periodo.

*Da una indagine condotta presso i primi 20 gruppi (ai quali fa capo il 78 per cento del totale dei dipendenti bancari) risulta che gli oneri contabilizzati nel conto economico del 2002 per cessazioni anticipate del rapporto di lavoro sono stati pari a 760 milioni di euro; di questi, 494 milioni si riferiscono a interventi gestiti dal Fondo di solidarietà (cfr. la Relazione sull'anno 2000). Gli oneri sono riconducibili a 5.250 interruzioni avvenute nel 2002, a 3.300 che hanno avuto luogo in anni precedenti e a 3.800 rapporti di lavoro interessati da piani di ristrutturazione non ancora realizzati.*

Nella media dell'anno il numero dei dipendenti bancari è diminuito dello 0,4 per cento; la crescita del personale legata all'espansione delle banche di minori dimensioni e alla nascita di nuove banche ha pressoché bilanciato la riduzione registrata dai principali gruppi.

*Nel 2002, in Italia, il costo del personale (comprensivo dei dipendenti addetti a servizi di esattoria), in percentuale del margine di intermediazione, è stato pari al 32,8 (30,3 nel 2001). Secondo i dati diffusi dall'OCSE, riferiti al 2001, l'analoga percentuale era pari al 28,0 nel Regno Unito, al 37,1 in Germania e al 34,0 in Spagna.*

I costi operativi diversi da quelli per il personale sono aumentati del 4,1 per cento; vi hanno contribuito, in particolare per le banche di maggiore dimensione, la crescita delle spese per acquisto di beni e servizi professionali nonché l'aumento di fitti e canoni passivi netti.

Complessivamente, il risultato di gestione è diminuito del 7,5 per cento (-2,2 nel 2001). Le rettifiche nette di valore, che erano quasi raddoppiate nel 2001, si sono ridotte del 10,1 per cento. Rispetto al biennio 1999-2000 il loro ammontare rimane elevato (tav. aD20), soprattutto in connessione con le svalutazioni e gli accantonamenti relativi ad attività sull'estero. La componente relativa alle rettifiche nette su crediti è aumentata del 7,5 per cento (11,0 per cento nel 2001).

Al lordo delle imposte dirette l'utile è diminuito del 4,9 per cento (-34,2 nel 2001). Il rendimento netto del capitale e delle riserve è sceso dall'8,8 per cento nel 2001 al 6,2 nel 2002. Al calo hanno contribuito le perdite subite dalle filiali all'estero, pari a 457 milioni di euro (avevano registrato un utile di 188 milioni nel 2001).

*Tra il 2000 e il 2001, in Germania il rendimento del capitale delle banche è sceso dal 5,0 al 3,7 per cento; un ulteriore calo si è registrato lo scorso anno, soprattutto in conseguenza dei risultati sfavorevoli conseguiti dai principali gruppi. In Francia la redditività media del sistema bancario nel biennio 2000-2001 è rimasta stabile intorno all'8,5 per cento, in ragione di una limitata esposizione verso grandi imprese internazionali in situazione di dissesto; anche per il 2002 le ricadute negative della crescita delle sofferenze sugli utili sono rimaste contenute. La redditività delle banche rimane su livelli molto più elevati in Spagna e negli Stati Uniti, dove nel 2002 gli utili in rapporto al capitale sono stati superiori, rispettivamente, al 14 e al 13 per cento. Anche nel Regno Unito, nel 2001, ultimo anno per il quale sono disponibili i dati, il rendimento del capitale è stato prossimo al 14 per cento.*

## GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2002 la raccolta netta consolidata degli investitori istituzionali italiani è cresciuta del 5,6 per cento, a 37,0 miliardi di euro (tav. D18). Il patrimonio netto consolidato è rimasto pressoché invariato, anche a causa dell'ampio deprezzamento dei valori azionari; in rapporto al PIL, esso è sceso di 1,7 punti percentuali, al 77,3 per cento. L'incidenza degli strumenti del risparmio gestito sulle attività finanziarie delle famiglie italiane è rimasta stabile (32,8 per cento; tav. D19).

Tav. D18

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

Voci	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2001	2002 (1)	2001	2002 (1)	Quote percentuali	
					2001	2002 (1)
Fondi comuni (2) . . . .	-20.365	-12.339	403.689	360.557	35,9	32,7
Assicurazioni (3) . . . . .	32.273	35.205	248.756	283.961	22,1	25,7
Fondi pensione ed enti di previdenza (3) . .	-8.971	-2.410	60.446	58.036	5,4	5,3
Gestioni patrimoniali .	27.343	5.715	410.406	401.755	36,5	36,4
<b>Totale . . .</b>	<b>30.280</b>	<b>26.171</b>	<b>1.123.297</b>	<b>1.104.309</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Totale consolidato (4)</b>	<b>35.050</b>	<b>37.011</b>	<b>963.943</b>	<b>973.016</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

(1) Dati provvisori. - (2) Fondi comuni e Sicav armonizzati. - (3) Per le assicurazioni e i fondi pensione rispettivamente, riserve tecniche e attivo di bilancio. I dati del 2002 sono stimati. - (4) Al netto degli investimenti tra le diverse categorie di intermediari.

*Fra i maggiori paesi, tra il 1999 e il 2001 la quota del portafoglio delle famiglie gestita dagli investitori istituzionali si è mantenuta costante in Italia e negli Stati Uniti (al 33 e 39 per cento rispettivamente), mentre è salita di oltre quattro punti percentuali in Francia e in Germania (al 35 e 41 per cento rispettivamente). Nei tre principali paesi dell'area dell'euro le famiglie hanno accresciuto in misura considerevole la quota di ricchezza finanziaria detenuta sotto forma di polizze assicurative; in Italia si è ridotta sensibilmente l'incidenza dei fondi comuni.*

È proseguito il deflusso di risparmio dai fondi comuni italiani in atto dall'ultimo quadrimestre del 1999. I fondi comuni esteri facenti capo a inter-

mediari italiani hanno invece registrato una raccolta netta positiva. I sottoscrittori hanno continuato a manifestare una forte preferenza per i fondi che investono prevalentemente in attività a breve termine, i soli per cui le nuove sottoscrizioni abbiano superato in misura significativa i riscatti di quote. Il rendimento medio dei fondi comuni è stato negativo per il terzo anno consecutivo, commisurandosi al -9,1 per cento.

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	1999				2001 (1)				2002 (1)
	Italia	Francia	Germania	Stati Uniti	Italia	Francia	Germania	Stati Uniti	Italia
<b>Incidenza sulle attività finanziarie delle famiglie (2)</b>									
Fondi comuni (3) . .	18,6	8,7	10,2	8,8	15,0	9,1	11,7	9,0	13,3
Assicurazioni . . . . .	6,1	21,8	24,5	6,8	8,3	25,7	27,1	7,1	8,9
Fondi pensione . . .	0,9	-	1,8	19,9	1,0	-	1,8	20,0	1,1
Altre istituzioni (4) .	7,7	-	-	3,2	8,3	-	-	3,2	9,5
<b>Totale . . .</b>	<b>33,3</b>	<b>30,5</b>	<b>36,5</b>	<b>38,7</b>	<b>32,6</b>	<b>34,8</b>	<b>40,6</b>	<b>39,3</b>	<b>32,8</b>
<b>Incidenza sul PIL (5)</b>									
Attività finanziarie non consolidate . .	99,4	124,2	76,9	207,8	92,6	131,8	81,0	191,0	88,9
Attività finanziarie consolidate (6) . . .	85,1	....	....	....	79,5	....	....	....	78,5
<b>Composizione per categoria di intermediario (5)</b>									
Fondi comuni . . . . .	43,2	45,6	47,9	32,6	35,7	47,7	44,9	34,3	32,3
Assicurazioni . . . . .	18,6	54,4	47,9	20,5	24,4	52,3	51,0	21,2	28,2
Fondi pensione . . .	4,6	-	4,1	35,8	3,5	-	4,1	32,9	3,7
Altre istituzioni . . . .	33,6	-	-	11,1	36,3	-	-	11,5	35,9
<b>Totale . . .</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Composizione per tipologia di attività finanziaria (5)</b>									
Obbligazioni . . . . .	53	47	40	31	54	47	42	35	60
Prestiti . . . . .	..	3	28	8	..	3	28	9	..
Azioni . . . . .	22	42	28	51	18	43	24	44	13
Altro (7) . . . . .	25	8	4	10	28	7	6	12	27
<b>Totale . . .</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: OCSE, Eurostat e Banca d'Italia.

(1) Dati provvisori. - (2) 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. - (3) Per Italia, Francia e Germania sono inclusi i fondi esteri (per l'Italia facenti capo a gruppi sia italiani sia esteri). - (4) 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. - (5) Per l'Italia, i dati sui fondi pensione includono quelli relativi agli enti di previdenza. - (6) Al netto degli investimenti tra le diverse categorie di intermediari. - (7) Liquidità, depositi e altre voci.

Le gestioni patrimoniali hanno registrato un afflusso netto di risparmio assai più contenuto che in passato. Hanno acquistato titoli di Stato per importi considerevoli e ceduto fondi comuni, la cui quota di portafoglio è scesa ancora. Il risultato finanziario è rimasto negativo, pari al -3,4 per cento.

La raccolta premi delle compagnie di assicurazione è stata cospicua, registrando un'accelerazione rispetto all'anno precedente. Nel ramo vita, le sottoscrizioni si sono concentrate nelle tradizionali polizze rivalutabili, che garantiscono il capitale assicurato e, in diversi casi, un rendimento minimo. L'incidenza delle riserve tecniche del ramo vita sul totale è salita dal 78,8 all'80,4 per cento. Nel portafoglio delle compagnie di assicurazione, l'aumento del peso dei titoli di Stato italiani ha rispecchiato il calo della quota di azioni e di quella di fondi comuni.

Le attività dei fondi pensione sono cresciute del 3,4 per cento. È proseguita l'espansione delle risorse gestite dai fondi istituiti dopo la riforma del 1993, saliti dal 12,2 al 16,5 per cento delle attività complessive del settore. I rendimenti medi dei fondi negoziali e dei fondi aperti sono stati negativi, pari rispettivamente a -3,4 e -13,1 per cento.

### ***I fondi comuni di investimento mobiliare***

*La raccolta e il patrimonio netto.* - Nel 2002, per il terzo anno consecutivo, i fondi comuni italiani hanno registrato un deflusso netto di risparmio. I riscatti di quote sono ammontati a 202,6 miliardi (238,9 nel 2001), superando le nuove sottoscrizioni per 12,3 miliardi (20,4 nel 2001; tav. D20). La raccolta netta dei fondi istituiti all'estero da intermediari italiani, pur riducendosi, è rimasta invece positiva per 4,4 miliardi (18,1 nel 2001).

Le ampie oscillazioni dei valori mobiliari nel corso dell'anno hanno penalizzato i fondi obbligazionari, azionari e bilanciati, che hanno subito un deflusso netto di mezzi pari, rispettivamente, a 19,0, 9,8 e 7,2 miliardi. La preferenza per le attività a breve termine ha invece sostenuto la raccolta netta dei fondi monetari, pari a 24,0 miliardi.

*Analisi econometriche condotte per il periodo dal 1989 al 2002 indicano l'esistenza di una correlazione negativa tra il livello dei tassi d'interesse sui titoli di Stato e la raccolta sia lorda sia netta dei fondi italiani. I sottoscrittori, inoltre, tendono a investire nelle classi di attività che nei mesi precedenti hanno registrato rendimenti più elevati: un aumento dei rendimenti delle obbligazioni determina un significativo incremento dell'afflusso di risparmio ai fondi che investono prevalentemente in questi strumenti; un analogo effetto è esercitato dai rendimenti di borsa sui fondi azionari. La variabilità degli indici di borsa esercita un effetto negativo sulla raccolta netta dei fondi azionari e positivo su quella dei fondi obbli-*

gazionari. Il deterioramento di variabili cicliche, quali la produzione industriale e il clima di fiducia delle famiglie, tende a sospingere la raccolta netta dei fondi monetari e obbligazionari, il cui rendimento è meno influenzato dall'evoluzione congiunturale dell'economia.

Tav. D20

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

Voci	2001	2002	Gennaio-marzo 2003 (2)	2001	2002	Marzo 2003 (2)
	<b>Flussi netti</b>			<b>Consistenze di fine periodo</b> (composizione percentuale)		
<b>Titoli di Stato e obbligazioni italiani</b> .....	<b>-1.355</b>	<b>6.955</b>	<b>10.927</b>	<b>36,0</b>	<b>44,2</b>	<b>47,5</b>
A breve termine e indicizzati .	11.060	10.848	7.045	10,9	16,1	18,4
BOT .....	9.936	3.036	5.375	3,8	5,5	7,1
CCT .....	1.124	7.812	1.670	7,1	10,7	11,3
A medio e a lungo termine . .	-12.415	-3.893	3.882	25,1	28,1	29,2
CTZ .....	-5.841	4.079	-936	1,0	2,5	2,0
BTP .....	-8.528	-8.608	4.250	20,6	21,4	22,9
Altri .....	1.954	636	568	3,5	4,1	4,3
<b>Azioni italiane</b> .....	<b>-5.767</b>	<b>-4.400</b>	<b>-1.378</b>	<b>7,1</b>	<b>5,7</b>	<b>4,8</b>
<b>Titoli esteri</b> .....	<b>-7.562</b>	<b>-15.916</b>	<b>-1.113</b>	<b>56,9</b>	<b>50,0</b>	<b>47,6</b>
Titoli di Stato e obbligazioni . .	4.812	-13.299	2.432	29,1	29,6	30,4
Azioni .....	-12.374	-2.617	-3.545	27,8	20,4	17,2
<b>Altre attività finanziarie</b> .....	<b>1.613</b>	<b>1.548</b>	<b>356</b>	<b>..</b>	<b>..</b>	<b>..</b>
<b>Totale portafoglio</b> . . .	<b>-13.071</b>	<b>-11.813</b>	<b>8.792</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>						
<b>Raccolta netta</b> .....	<b>-20.365</b>	<b>-12.339</b>	<b>5.945</b>			
Fondi obbligazionari .....	-20.783	-19.017	3.972			
Fondi monetari .....	33.091	23.963	7.102			
Fondi bilanciati .....	-11.526	-7.209	-1.292			
Fondi azionari .....	-20.486	-9.796	-3.837			
Fondi globali .....	-661	-280	558			
<b>Portafoglio</b> .....				<b>369.881</b>	<b>316.333</b>	<b>314.322</b>
<small>(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. Cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. - (2) Dati provvisori.</small>						

Il forte deprezzamento dei titoli azionari e i consistenti rimborsi netti di quote si sono riflessi in una riduzione del patrimonio netto dei fondi comuni armonizzati italiani del 10,6 per cento, a 361 miliardi (tav. D21). Di poco inferiore è stato il calo percentuale del valore netto dei fondi esteri di emanazione italiana. Rispetto al livello massimo raggiunto nell'agosto del 2000, il patrimonio netto dei fondi che fanno capo a intermediari italiani si è ridotto del 20,5 per cento.

**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 .	2001	404	240	800	1.066	105	2.977	355	7.824
	2002	361	199	806	1.005	98	2.826	275	6.095
in % del PIL . . . . .	2001	33,2	11,6	54,9			43,7	21,9	69,2
	2002	28,7	9,5	53,5			40,1	17,2	61,2
<b>Composizione per comparto</b>									
Azionari . . . . .	2001	111	125	207	318	46	937	253	3.788
	2002	73	80	173	223	31	697	205	2.543
interni . . . . .	2001	17	29	104	..	5	200	149	3.392
	2002	9	2	..	..	2	15	16	..
europei . . . . .	2001	38	35	33	..	15	152	28	..
	2002	11	3	..	..	7	18	13	..
altri . . . . .	2001	56	61	70	..	26	268	76	..
	2002	52	75	173	..	22	441	176	..
Obbligazionari ..	2001	159	60	139	331	47	821	42	1.050
	2002	153	64	148	351	51	864	46	1.073
Bilanciati . . . . .	2001	87	18	197	62	9	445	30	393
	2002	59	15	181	55	9	378	23	312
Monetari . . . . .	2001	47	34	258	91	3	496	2	2.593
	2002	76	39	304	88	6	590	2	2.166
Altri . . . . .	2001	..	3	..	51	..	64	28	..
	2002	..	2	..	49	..	59	..	..

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) La somma dei comparti differisce dal totale poiché per l'Irlanda non è disponibile la composizione per comparto. - (4) I dati per i Paesi Bassi sono relativi al dicembre 2001.

Nell'area dell'euro le risorse gestite dai fondi comuni si sono nel complesso contratte lo scorso anno del 5,1 per cento, a 2.800 miliardi. Alla fine del 2002, la quota di mercato dei fondi comuni facenti capo a intermediari italiani era pari al 16,2 per cento, in flessione di 0,9 punti percentuali rispetto a un anno prima.

*L'andamento dell'offerta.* - Nel 2002 il numero di fondi comuni italiani di tipo tradizionale si è ridotto per la prima volta dall'avvio dell'industria nel 1984. È invece proseguito lo sviluppo delle nuove tipologie di fondi, quali i fondi aperti non armonizzati, i fondi speculativi e i fondi chiusi (cfr. il capitolo della sezione E: *Struttura del sistema finanziario*).

*Nel 2002 la quota dei fondi armonizzati sul patrimonio netto complessivo dei fondi italiani ha subito un calo di un punto percentuale (al 96,8 per cento). Sono invece aumentate di 0,4 punti ciascuna la quota dei fondi speculativi e quella dei fondi chiusi e di 0,2 punti la quota dei fondi aperti non armonizzati (raggiungendo, rispettivamente, lo 0,6, l'1,2 e l'1,4 per cento).*

*Sono divenuti operativi i primi fondi speculativi italiani che attuano la propria strategia d'investimento direttamente, invece che investendo in quote di fondi speculativi esteri. Alla fine del 2002 il loro patrimonio netto ammontava a 100 miliardi.*

Nel settembre 2002 presso la borsa italiana sono iniziate le contrattazioni di *exchange-traded funds* (ETF), strumenti di investimento collettivo del risparmio che, essendo negoziati su mercati regolamentati, possono essere acquistati o venduti agevolmente, al pari di un titolo azionario. Essi si contraddistinguono per il basso livello delle commissioni e per l'adozione di strategie di investimento passive, volte a replicare indici finanziari.

*Questi strumenti, offerti per la prima volta negli Stati Uniti nei primi anni novanta, sono stati introdotti sui mercati europei dal 2000. Alla fine del 2002 negli Stati Uniti vi erano 113 ETF, con un patrimonio amministrato complessivo di 102 miliardi di dollari. Alla stessa data, in Europa il patrimonio amministrato da questa categoria di fondi era pari a 11 miliardi di dollari. In Italia, lo scorso marzo erano quotati 10 ETF, di cui quattro prendevano a riferimento indici dell'area dell'euro, tre si basavano su indici europei e i restanti tre su indici statunitensi; la loro capitalizzazione di borsa era di 3,3 miliardi di dollari.*

Negli anni novanta si sono sviluppate anche in Europa forme di investimento caratterizzate da finalità etiche, che perseguono, oltre ai normali obiettivi finanziari, obiettivi di natura sociale e ambientale.

*Alla fine del 2002 in Italia erano operativi 12 fondi comuni che prevedono esplicitamente criteri di selezione etici per le scelte di investimento; il loro patrimonio netto ammontava a 1,1 miliardi di euro, circa lo 0,3 per cento di quello complessivo dei fondi italiani. In Europa, sulla base di una indagine condotta in 18 paesi, alla fine del 2001 operavano 280 fondi comuni di tipo etico, con un patrimonio inferiore allo 0,5 per cento del totale dei fondi comuni europei; l'Italia risultava al terzo posto per massa gestita dai fondi etici, dopo Regno Unito e Paesi Bassi. I criteri di investimento comunemente seguiti comportano l'esclusione dal portafoglio dei titoli di imprese che operano in specifici settori (armamenti, tabacco, alcol, o quelli che hanno un impatto ambientale negativo) o la selezione delle imprese migliori sulla base di specifiche valutazioni della qualità dei rapporti che esse intrattengono con gli azionisti, i dipendenti, i fornitori e la comunità in cui operano.*

*Il rendimento e le commissioni.* - Nel 2002, come nei due anni precedenti, il rendimento medio dei fondi comuni italiani è stato negativo (tav. D22). Nell'arco dei dodici mesi il valore dell'indice generale è sceso del 9,1 per cento (-8,0 nel 2001). Si è accentuato l'andamento negativo dei fondi azionari e bilanciati (rispettivamente -26,3 e -12,1 per cento, contro -17,0 e -7,2 nel 2001); si sono ridotti i rendimenti positivi dei fondi obbligazionari e monetari (2,2 e 2,8 per cento, rispettivamente, contro 2,8 e 3,7 nel 2001).

Tav. D22

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

Anni	Fondi comuni (1)				Investimenti alternativi					
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	Totale	Azioni italiane (2)	Azioni estere (3)	BTP (4)	CCT (4)	BOT (5)	Obbligazioni estere (6)
1990 . . . .	-13,3	-8,0	10,5	-3,5	-23,2	-26,1	12,1	14,2	11,2	-0,8
1991 . . . .	7,5	7,3	11,6	9,9	0,8	19,3	13,6	13,2	11,2	17,6
1992 . . . .	5,2	3,9	11,3	8,3	-7,8	22,8	9,8	10,4	11,1	35,9
1993 . . . .	37,1	32,8	19,9	25,4	46,4	42,6	25,0	17,3	12,1	29,8
1994 . . . .	-3,6	-1,2	-1,3	-2,4	2,2	-0,9	-0,8	7,4	7,4	-4,0
1995 . . . .	1,3	3,9	10,4	6,8	-2,1	18,2	15,6	11,3	9,0	16,7
1996 . . . .	8,4	9,5	9,4	9,3	16,9	8,5	19,2	9,9	8,9	-1,1
1997 . . . .	30,3	24,8	6,6	11,8	59,5	34,2	11,4	6,1	5,7	18,1
1998 . . . .	22,2	18,1	5,2	9,4	41,6	16,8	10,4	5,3	4,3	7,0
1999 . . . .	35,7	16,7	0,3	12,6	22,3	45,4	-1,5	3,3	3,2	13,7
2000 . . . .	-8,8	-0,5	4,3	-3,6	5,4	-6,1	6,3	4,4	3,7	8,2
2001 . . . .	-17,0	-7,2	2,8	-8,0	-25,1	-12,2	6,6	4,9	4,6	4,3
2002 . . . .	-26,3	-12,1	2,2	-9,1	-23,7	-32,7	8,7	3,8	3,2	1,2

(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 le variazioni dei tassi 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; sono incluse le variazioni dei tassi di cambio.

*I rendimenti negativi delle diverse categorie di fondi azionari sono stati compresi tra il 27 e il 32 per cento, fatta eccezione per i fondi specializzati in azioni di società italiane o di paesi emergenti, che hanno registrato perdite più contenute (tra il 17 e il 19 per cento). Tra i fondi obbligazionari, i rendimenti più elevati, dell'ordine del 6 per cento, sono stati raggiunti da quelli che investono prevalentemente in obbligazioni a medio e a lungo termine denominate in euro, mentre i più bassi, pari a circa il -5 per cento, sono stati conseguiti dai fondi obbligazionari dell'area dollaro e dello yen.*

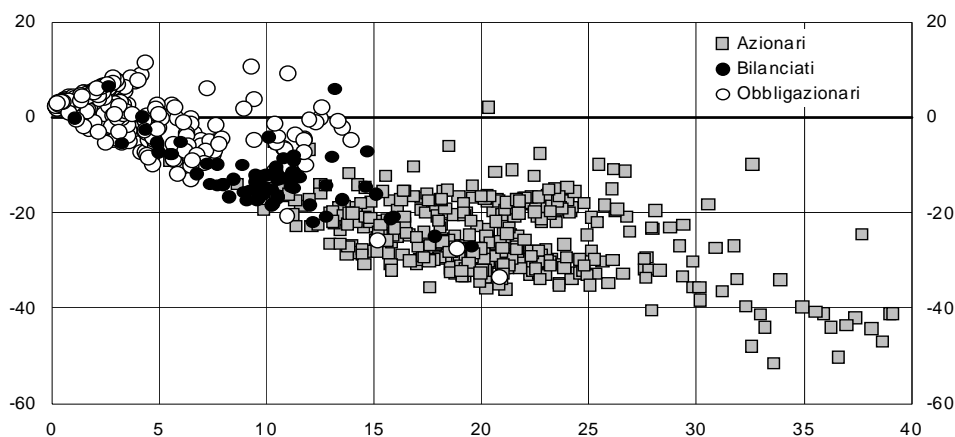
Tra il 1991 e il 2001 il rendimento medio annuo dei fondi obbligazionari italiani a breve termine è stato pari al 7,0 per cento, un valore inferiore al rendimento lordo dei BOT sul mercato secondario. Durante lo stesso periodo, anche il rendimento medio annuo dei fondi obbligazionari a medio e a lungo termine, pari al 7,9 per cento, è risultato inferiore a quello dei principali benchmark di riferimento. Nell'effettuare il confronto va però considerato che il rendimento dei fondi, a differenza di quello degli indici finanziari di riferimento, è calcolato al netto degli oneri di gestione e delle imposte pagate. Se si corregge per questo fattore, per entrambe le tipologie di fondi obbligazionari il differenziale di rendimento con i rispettivi benchmark resta negativo, pur riducendosi in misura significativa. Ad analoghe conclusioni si giunge se il confronto tra i fondi e i benchmark di riferimento viene effettuato tenendo conto del grado di rischiosità di ciascuno strumento. Tali risultati sono in linea con quelli relativi ad altri paesi.

La variabilità dei rendimenti dei fondi azionari è stata più contenuta che nel 2001. Come riflesso del calo generalizzato degli indici di borsa, è anche diminuita la dispersione tra i rendimenti dei diversi fondi azionari (fig. D18). All'interno del comparto obbligazionario e di quello bilanciato la dispersione è invece aumentata.

Fig. D18

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

(valori percentuali nel periodo dicembre 2001 - dicembre 2002)



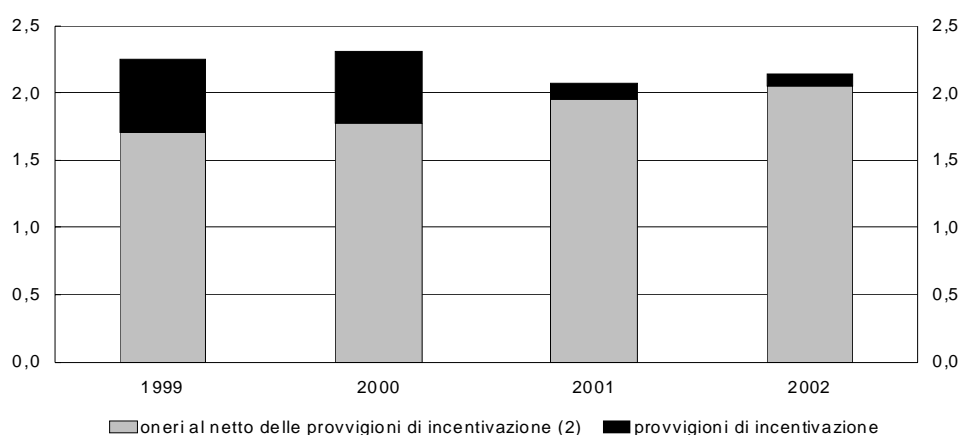
(1) Asse verticale=rendimento; asse orizzontale=deviazione standard annualizzata dei rendimenti mensili.

Nel 2002 gli oneri di gestione totali pagati dai fondi comuni armonizzati italiani sono diminuiti del 18,3 per cento rispetto all'anno precedente, ammontando a 4,9 miliardi di euro; quelli corrisposti alle società di gestione sono stati pari a 4,3 miliardi. L'incidenza degli oneri di gestione totali (commissioni fisse di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria e altre voci minori) sul patrimonio netto è leggermente salita (di 6 centesimi di punto, all'1,75 per cento del patrimonio netto medio annuo). Tra le singole componenti, le commissioni di gestione sono state pari all'1,44 per cento (1,42 nel 2001).

Per i fondi azionari gli oneri di gestione totali sono stati pari al 2,14 per cento del patrimonio netto (fig. D19). Al loro interno, le commissioni di gestione sono state pari all'1,73 per cento (1,70 nel 2001); le provvigioni di incentivo si sono invece commisurate allo 0,09 per cento (erano state pari allo 0,54 nel 2000 e allo 0,12 nel 2001). Per i fondi bilanciati, obbligazionari e monetari gli oneri di gestione totali sono stati pari, rispettivamente, all'1,74, 1,34 e 0,85 per cento.

Fig. D19

**FONDI COMUNI AZIONARI ITALIANI:  
ONERI DI GESTIONE TOTALI (1)**  
(valori percentuali)



(1) Rapporto percentuale tra gli oneri di gestione totali e la media annua del patrimonio netto. I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi all'ultimo anno sono parzialmente provvisori. - (2) Includono le commissioni di gestione e gli oneri corrisposti ad altri intermediari, tra i quali la banca depositaria.

*Composizione del portafoglio.* - Nel 2002 i fondi comuni italiani hanno effettuato vendite nette di titoli per 11,8 miliardi (tav. D20). L'alta concentrazione delle sottoscrizioni nette di quote nei comparti con obiettivi d'investimento a breve termine si è riflessa in considerevoli acquisti netti di titoli a bassa durata finanziaria e in cospicui smobilizzi di azioni e di obbligazioni a medio e a lungo termine.

Per effetto di tali movimenti di portafoglio e, soprattutto, del forte calo dei corsi azionari, il peso delle azioni sulle attività finanziarie dei fondi comuni italiani è sceso ancora nell'arco dell'anno, dal 34,8 al 26,1 per cento, a vantaggio della quota di titoli pubblici italiani, risalita dal 33,3 al 40,9 per cento (tav. D23). La quota di portafoglio delle azioni italiane è scesa dal 7,1 al 5,7 per cento, quella delle azioni estere dal 27,8 al 20,4 per cento. Ha continuato a crescere il peso delle obbligazioni di banche e imprese dell'area dell'euro: di 0,6 punti percentuali, al 3,3 per cento, quello dei titoli di emittenti italiani e di 0,9 punti, al 5,0 per cento, quello dei titoli di emittenti di altri paesi dell'area. La percentuale di attività denominate in euro è salita sensibilmente nel corso dell'anno, dal 71,6 al 78,1 per cento, anche a causa dell'apprezzamento della valuta europea.

**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 diverse dall'euro			Totale portafoglio (2)		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
<b>Titoli di Stato e obbligazioni</b>									
Emittenti italiani									
Settore pubblico .....	124,9	120,3	126,8	2,2	2,9	2,7	127,1	123,2	129,5
Banche .....	5,3	5,3	4,9	0,1	..	..	5,3	5,3	4,9
Imprese .....	2,3	4,6	5,4	..	..	..	2,3	4,6	5,4
Emittenti esteri									
Area dell'euro .....	54,2	65,8	64,6	1,4	1,6	1,1	55,7	67,4	65,7
di cui: <i>titoli di Stato</i> .....	41,8	52,1	49,8	0,2	0,2	0,1	42,0	52,3	50,0
Altri .....	12,9	13,7	10,6	34,7	26,6	17,5	47,6	40,3	28,0
<b>Azioni</b>									
Emittenti italiani .....	44,2	26,1	18,1	..	..	..	44,3	26,1	18,1
Emittenti esteri									
Area dell'euro .....	42,7	28,8	16,4	0,6	1,5	0,1	43,2	30,3	16,5
Altri .....	0,1	0,1	0,1	91,8	72,5	48,0	91,9	72,5	48,1
<b>Totale .....</b>	<b>286,6</b>	<b>264,6</b>	<b>246,9</b>	<b>130,8</b>	<b>105,1</b>	<b>69,4</b>	<b>417,4</b>	<b>369,7</b>	<b>316,2</b>

(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".

### ***Le gestioni di patrimoni mobiliari***

Nel 2002 la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è scesa a 5,7 miliardi, da 27,3 nel 2001 (tav. D24). Le gestioni operate dalle banche e dalle SIM hanno subito un deflusso netto di risparmio per 13,0 e 1,5 miliardi rispettivamente, mentre quelle delle SGR hanno registrato una raccolta netta pari a 20,3 miliardi.

Il patrimonio amministrato si è ridotto del 2,1 per cento, a 401,8 miliardi. È proseguita la diminuzione della quota di mercato delle banche, dal 44,9 al 40,9 per cento. Dato anche il lieve decremento della quota delle SIM (all'8,5 per cento), è ulteriormente salito, dal 45,5 al 50,5 per cento, il peso delle SGR.

Anche nel 2002 il risultato finanziario delle gestioni (misurato dall'incremento del patrimonio netto depurato del flusso della raccolta, che approssima il rendimento della gestione nell'ipotesi di un integrale reinvestimento delle cedole maturate) è risultato negativo (-3,4 per cento, contro -2,4 nel 2001).

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

Voci	2000	2001	2002 (2)	2000	2001	2002 (2)
	<b>Flussi netti</b>			<b>Consistenze di fine periodo</b> (composizione percentuale)		
<b>Titoli di Stato e obbligazioni italiani</b>	<b>-3.561</b>	<b>21.028</b>	<b>13.921</b>	<b>31,9</b>	<b>39,6</b>	<b>47,1</b>
A breve termine e indicizzati .	-2.601	745	12.641	7,7	8,3	12,6
BOT .....	-523	217	1.721	0,6	0,6	1,2
CCT .....	-2.078	528	10.920	7,1	7,7	11,4
A medio e a lungo termine . . .	-960	20.282	1.280	24,1	31,2	34,5
CTZ .....	-392	-1.252	-211	1,1	0,9	1,3
BTP .....	-625	16.250	-2.457	16,4	21,2	22,5
Altri titoli di Stato .....	57	273	1.606	0,6	0,7	0,8
Obbligazioni .....	..	5.012	2.343	6,0	8,4	10,0
<b>Azioni italiane</b> .....	<b>-1.272</b>	<b>-3.451</b>	<b>-2.735</b>	<b>5,8</b>	<b>5,3</b>	<b>3,3</b>
<b>Quote di fondi comuni italiani</b>	<b>15.516</b>	<b>-6.832</b>	<b>-11.980</b>	<b>44,7</b>	<b>35,6</b>	<b>29,0</b>
<b>Titoli esteri</b> .....	<b>18.008</b>	<b>4.523</b>	<b>12.136</b>	<b>17,0</b>	<b>18,9</b>	<b>20,1</b>
Titoli di Stato e obbligazioni ..	-1.518	-1.006	6.363	5,1	4,5	6,0
Azioni .....	1.729	-1.903	2.025	2,5	2,0	1,6
Quote di fondi comuni .....	17.797	7.432	3.748	9,4	12,4	12,6
<b>Altre attività finanziarie</b> .....	<b>1.909</b>	<b>-7.393</b>	<b>-8.631</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>Totale portafoglio</b> . . .	<b>30.600</b>	<b>7.875</b>	<b>2.711</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>						
<b>Raccolta netta</b> .....	<b>33.087</b>	<b>27.343</b>	<b>5.715</b>	-	-	-
Banche .....	-7.303	-22.391	-13.034	-	-	-
SIM .....	-110	2.853	-1.537	-	-	-
SGR .....	40.500	46.881	20.286	-	-	-
<b>Portafoglio</b> .....	-	-	-	<b>381.644</b>	<b>398.645</b>	<b>388.661</b>
<b>Totale attività gestite</b> .....	-	-	-	<b>392.112</b>	<b>410.406</b>	<b>401.755</b>

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

A contenere le perdite rispetto ai fondi comuni ha contribuito la bassa incidenza di azioni nel portafoglio (ulteriormente scesa nel corso dell'anno dal 7,3 al 4,9 per cento, essenzialmente per il calo relativo alle azioni italiane). Il peso dei titoli pubblici italiani è salito dal 31,2 al 37,1 per cento, a svantaggio soprattutto dei fondi comuni italiani, la cui quota è scesa dal 35,6 al 29,0 per cento. Il peso delle obbligazioni italiane è cresciuto ancora (dall'8,4 al 10,0 per cento), al pari di quello delle obbligazioni estere (dal 4,5 al 6,0 per cento).

## Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione

*Le compagnie di assicurazione.* - Nel 2002 la raccolta premi delle compagnie di assicurazione è cresciuta a un ritmo sostenuto (15,0 per cento; tav. D25). L'aumento è stato più marcato nel ramo vita (19,4 per cento) che nel ramo danni (8,3). Come nell'anno precedente, la crescita è in gran parte ascrivibile alle polizze vita rivalutabili (32,1 per cento); le polizze collegate a fondi di investimento o a indici di mercato hanno registrato incrementi modesti (4,1 per cento).

*Le preferenze dei risparmiatori si sono orientate verso polizze vita che prevedono la garanzia del capitale assicurato o di un rendimento minimo. Le polizze rivalutabili, in particolare, nel biennio 2001-02 hanno incrementato la loro quota sulla raccolta premi complessiva dal 34,9 al 39,3 per cento. Al settembre del 2002 gli investimenti delle compagnie di assicurazione connessi con tali polizze erano in gran parte concentrati su attività di natura obbligazionaria (86 per cento) e in misura assai meno rilevante su titoli azionari (5 per cento).*

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	
<b>Ramo vita</b>									
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 . . . . .	5.723	201.275	995	1.889	5.522	215.404	196.099	19.305	46.329
2002 (6) . .	6.684	231.335	1.133	903	8.346	248.401	228.214	20.187	55.298
<b>Ramo danni</b>									
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 . . . . .	2.883	54.969	-3.454	5.909	7.988	68.295	52.657	15.638	29.926
2002 (6) . .	2.849	58.733	-2.507	4.575	8.578	72.228	55.747	16.481	32.417
<b>Totale</b>									
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 . . . . .	8.606	256.244	-2.459	7.798	13.510	283.699	248.756	34.943	76.255
2002 (6) . .	9.533	290.068	-1.374	5.478	16.924	320.629	283.961	36.668	87.715

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) 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.

*Sulla base dei dati della Covip, alla fine del 2002 le riserve tecniche relative alle polizze assicurative connesse con forme pensionistiche individuali, introdotte nel gennaio del 2001, erano pari a 610 milioni di euro (193 milioni nel 2001), di cui il 64 per cento a fronte di prodotti collegati a fondi di investimento e il restante 36 per cento a fronte di polizze rivalutabili. Tali riserve, sebbene siano più che triplicate rispetto all'anno precedente, continuano a rappresentare una quota molto ridotta delle riserve tecniche del ramo vita (0,3 per cento).*

*Nel 2002 i premi raccolti attraverso gli sportelli bancari e postali sono aumentati del 16,3 per cento, a 31,1 miliardi di euro; essi continuano a costituire la quota prevalente della raccolta totale del ramo vita (56,5 per cento; cfr. il capitolo della sezione E: Struttura del sistema finanziario). Da un'indagine condotta presso 381 banche nel 2002 risulta che 91 compagnie del ramo vita avevano stipulato accordi per la vendita dei propri prodotti tramite sportelli bancari.*

*Secondo le statistiche dell'Isvap relative alle compagnie di assicurazione del ramo vita, nel 2001 l'incidenza dei costi complessivi sull'ammontare dei premi lordi era pari al 6,6 per cento. Essa risultava pari al 10,0 per cento per le compagnie che operano prevalentemente attraverso agenzie proprie, rispetto all'8,7 e al 4,1 per cento, rispettivamente, per quelle che effettuano la raccolta mediante SIM o sportelli bancari. Per il complesso delle compagnie, tra il 1993 e il 2001 l'incidenza dei costi sui premi è scesa sensibilmente, dal 19,7 al 6,6 per cento; la riduzione ha riflesso soprattutto la diminuzione dei costi commerciali (dal 14,0 al 5,1 per cento), oltre che quella delle spese di amministrazione (dal 5,7 all'1,5 per cento).*

Alla fine del 2002 le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione ammontavano a 284,0 miliardi di euro, con una crescita del 14,2 per cento rispetto al 2001. Come negli anni precedenti, le riserve nel ramo vita sono aumentate a un ritmo più sostenuto di quelle nel ramo danni (rispettivamente 16,4 e 5,9 per cento). Nell'attivo delle compagnie sono ancora aumentati i titoli (da 256,2 a 290,1 miliardi) e le attività liquide (da 8,6 a 9,5 miliardi), mentre ha continuato a ridursi il patrimonio immobiliare (da 7,8 a 5,5 miliardi).

Nel 2002 nel portafoglio delle compagnie di assicurazione, a fronte dell'ulteriore riduzione della quota di azioni (dal 16,6 al 14,1 per cento), è aumentata la percentuale di titoli pubblici (dal 40,5 al 44,4 per cento; tav. D26). Per la prima volta dal 1997 si è ridotta, seppur in misura contenuta, la quota dei fondi comuni (dal 14,3 al 13,5 per cento).

*Per diverse compagnie di assicurazione europee del ramo vita il deprezzamento dei titoli azionari ha determinato notevoli minusvalenze nella gestione finanziaria, a causa dell'elevata incidenza di azioni nel portafoglio. In più paesi le compagnie hanno inoltre risentito degli oneri derivanti dai contratti che prevedono la corresponsione agli assicurati di un rendimento minimo garantito. La redditività delle imprese del ramo danni e di quelle di riassicurazione è stata colpita, oltre che dal peggioramento della gestione finanziaria, da un aumento degli oneri connessi con atti di terrorismo e con le alluvioni in Europa centrale.*

**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 diverse dall'euro		Quote di fondi comuni	Totale
	Titoli pubblici e obbligazioni			Azioni (2)	Totale	di cui: azioni (2)			
	Titoli pubblici	Obbligazioni	Totale						
<b>Ramo vita</b>									
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 . .	81.981	58.967	140.948	18.713	159.661	6.441	1.756	35.173	201.275
2002 (3)	103.570	68.466	172.036	16.861	188.897	4.507	1.382	37.931	231.335
<b>Ramo danni</b>									
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 . .	21.724	8.880	30.604	21.153	51.757	1.706	856	1.506	54.969
2002 (3)	25.237	9.230	34.467	22.058	56.525	1.099	656	1.109	58.733
<b>Totale</b>									
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 . .	103.705	67.847	171.552	39.866	211.418	8.147	2.612	36.679	256.244
2002 (3)	128.807	77.696	206.503	38.919	245.422	5.606	2.038	39.040	290.068

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

*I fondi pensione e gli enti di previdenza.* - Le risorse gestite dai fondi pensione e dagli enti di previdenza esterni all'INPS sono calate, collocandosi a fine anno a 58,0 miliardi (60,4 a fine 2001; tav. D27). A fronte di una riduzione del patrimonio degli enti di previdenza (da 33,9 a 30,6 miliardi), le attività dei fondi pensione sono aumentate del 3,4 per cento (a 27,4 miliardi), riflettendo soprattutto l'incremento da 3,2 a 4,5 miliardi del patrimonio dei fondi istituiti dopo la riforma del 1993. L'aumento è stato particolarmente sostenuto nel comparto dei fondi negoziali (da 2,3 a 3,3 miliardi).

*In base ai dati forniti dalla Covip, nel 2002 è proseguito lo sviluppo dei fondi negoziali e aperti, seppure a un ritmo più lento rispetto al passato. Alla fine del 2002 gli iscritti ai fondi negoziali e aperti erano 1.021.000 e 338.000, rispettivamente; erano autorizzati all'esercizio dell'attività 36 fondi negoziali e 91 aperti. Il tasso di adesione ai fondi negoziali rivolti a lavoratori dipendenti era pari al 15,4 per cento dei potenziali iscritti.*

Tra le attività degli enti di previdenza, il calo dell'incidenza degli immobili (dal 49,7 al 41,3 per cento) si è rispecchiato in un aumento del peso della liquidità, di quello dei mutui e, soprattutto, di quello delle obbligazioni.

I fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993 hanno invece ridotto di 1,4 punti percentuali la quota di portafoglio delle azioni e di 2,0 punti quella dei fondi comuni (rispettivamente, al 5,5 e al 5,4 per cento) e hanno aumentato di 0,4 punti la quota della liquidità e di 2,7 punti quella delle obbligazioni (rispettivamente, al 14,3 e al 47,4 per cento).

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	2001				2002 (2)			
	Enti di previdenza	Fondi pensione		Totale	Enti di previdenza	Fondi pensione		Totale
		Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)			Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)	
Liquidità . . . . .	4.694	3.258	742	8.694	4.788	3.283	840	8.911
Obbligazioni . . . . .	7.412	10.401	1.579	19.393	7.783	10.853	2.368	21.005
di cui:								
<i>titoli pubblici</i> (4)	3.842	1.196	. . . .	. . . .	4.034	1.188	. . . .	. . . .
Azioni . . . . .	906	1.610	614	3.130	815	1.255	856	2.927
Quote di fondi comuni . . . . .	341	1.719	286	2.346	358	1.240	427	2.025
Mutui e altre attività finanziarie . . . . .	3.728	2.429	7	6.164	4.245	2.512	28	6.785
Immobili . . . . .	16.856	3.863	-	20.719	12.642	3.742	-	16.384
<b>Totale attività</b>	<b>33.937</b>	<b>23.281</b>	<b>3.228</b>	<b>60.446</b>	<b>30.631</b>	<b>22.885</b>	<b>4.519</b>	<b>58.036</b>

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

Nel portafoglio dei fondi pensione di nuova istituzione, a fronte di una riduzione di 4,4 punti percentuali del peso della liquidità (al 18,6 per cento) si è avuto un aumento di 3,5 punti della quota di obbligazioni (al 52,4 per cento) e di 0,6 punti di quella dei fondi comuni (al 9,4 per cento).

Secondo le statistiche pubblicate dalla Covip, nel 2002 il rendimento medio dei fondi negoziali e quello dei fondi aperti sono stati negativi, pari rispettivamente a -3,4 e -13,1 per cento.

*Le perdite più accentuate nel settore dei fondi aperti riflettono la maggiore incidenza, all'interno di questo settore, dei comparti azionari e bilanciati. Alla fine del 2002 per i fondi aperti il peso delle obbligazioni e delle azioni era pari, rispettivamente, al 32,4 e al 25,6 per cento, mentre l'incidenza delle quote di fondi comuni era pari al 34,4 per cento.*

## IL MERCATO DEI VALORI MOBILIARI

Nel corso del 2002 le quotazioni azionarie in Italia hanno subito una nuova, forte flessione. Come nelle altre principali economie industriali, l'ampio ridimensionamento dei valori di borsa riflette in primo luogo la precedente condizione di sopravvalutazione, nonché il progressivo peggioramento delle aspettative di ripresa ciclica a livello mondiale e l'accresciuta incertezza connessa con le tensioni politiche internazionali. In Italia la flessione dell'indice di borsa è stata inferiore a quella registrata nel resto dell'area dell'euro. Il rapporto tra gli utili e la capitalizzazione, nel nostro Paese come nell'area dell'euro, è risalito intorno ai valori prevalenti nella prima metà degli anni novanta, anteriormente alla prolungata fase di ascesa delle quotazioni azionarie. Il perdurante andamento negativo dei corsi ha scoraggiato le operazioni di prima quotazione e la raccolta di capitale di rischio. La capitalizzazione della borsa italiana in rapporto al PIL è scesa dal 48 per cento del 2001 al 36 del 2002, dopo il picco del 70 per cento raggiunto nel 2000.

I tassi d'interesse a medio e a lungo termine sui titoli di Stato italiani si sono ridotti sensibilmente, dal 5,2 al 4,4 per cento sulla durata decennale. Nell'anno in corso i tassi sono ancora diminuiti, al 4,0 per cento alla metà di maggio. In termini reali, i rendimenti a lungo termine nell'area dell'euro, desunti dai titoli di Stato francesi indicizzati ai prezzi al consumo, hanno subito durante il 2002 una flessione dal 3,2 al 2,4 per cento. Nel corso dell'anno si sono assottigliati i differenziali d'interesse tra i titoli pubblici italiani e quelli tedeschi e francesi. Le emissioni nette di titoli di Stato italiani si sono leggermente ridotte rispetto al 2001, in contrasto con il forte aumento registrato nell'area dell'euro. Le banche hanno continuato a effettuare vendite nette di titoli di Stato, mentre sono aumentati gli investimenti netti da parte di operatori non residenti.

In presenza di un aumento del numero delle imprese divenute insolventi e di un peggioramento del merito di credito degli emittenti, il mercato obbligazionario internazionale ha registrato una netta contrazione. I collocamenti effettuati da banche e imprese sono fortemente diminuiti sia in Italia, sia nell'area dell'euro. Nella parte centrale dell'anno sono cresciuti i premi per il rischio per i prenditori con merito di credito più basso e per quelli appartenenti ai settori automobilistico e delle telecomunicazioni, nonostante che il calo dei rendimenti dei titoli di Stato abbia determinato una riduzione gene-

ralizzata del costo dei finanziamenti. È proseguito il rapido sviluppo del mercato dei contratti derivati sul credito.

### ***I titoli del settore pubblico***

*L'offerta e la domanda di titoli.* - Nel 2002 le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono state pari a 28,7 miliardi di euro, un valore inferiore di 2,4 miliardi a quello dell'anno precedente (tav. D28). La riduzione ha riflesso il minore fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo della sezione C: *La politica di bilancio*).

Il Ministero dell'Economia e delle finanze è tornato dopo tre anni a effettuare emissioni nette di CTZ (8,3 miliardi, contro rimborsi netti per 16,5 miliardi nel 2001). Pressoché nulli sono stati i collocamenti netti di BOT (contro 11,7 miliardi nel 2001), mentre sono proseguiti i rimborsi netti di CCT (12,3 miliardi, contro 9,8) e le emissioni nette di BTP (42,4 miliardi, contro 38,0). La quota di BTP sul totale dei titoli pubblici è salita, alla fine del 2002, al 58,1 per cento, dal 54,8 di un anno prima; quella dei CTZ è passata dal 4,2 al 5,1 per cento. È invece proseguita la riduzione del peso dei CCT, dal 19,6 al 18,5 per cento.

*Nel dicembre 2002 il Ministero dell'Economia e delle finanze ha realizzato una operazione di concambio che ha riguardato i BTP collocati presso la Banca d'Italia nel novembre del 1994 per la conversione del debito accumulato sul conto corrente di tesoreria. Questi titoli, aventi un valore nominale complessivo di 39,4 miliardi, cedola dell'1 per cento e scadenza compresa tra il 2014 e il 2044, sono stati sostituiti con BTP emessi a tassi di mercato, di pari valore di mercato, ma con un controvalore nominale di 15,4 miliardi e scadenza compresa tra il 2012 e il 2031.*

*L'operazione di concambio ha comportato un calo della vita media residua del debito a 5 anni e 6 mesi, da 5 anni e 11 mesi alla fine del 2001. Poiché i nuovi titoli consegnati alla Banca d'Italia, a differenza di quelli che hanno sostituito, sono scambiati sul mercato secondario MTS, la durata finanziaria media dei titoli di Stato, che viene calcolata solo per i titoli quotati, è salita a 3 anni e 9 mesi (da 3 anni e 3 mesi; fig. D20).*

Nell'area dell'euro le emissioni nette di titoli di Stato nel 2002 sono aumentate considerevolmente, a 149,0 miliardi, contro 96,7 nel 2001. In rapporto al PIL, esse sono salite dall'1,4 al 2,0 per cento (fig. D21). L'incremento è stato assai marcato in Francia e in Germania, dove si è registrato un netto aumento del disavanzo pubblico; in Germania, quest'ultimo ha anche riflesso il venir meno dei proventi straordinari derivanti dalla vendita delle licenze UMTS, effettuata nel 2001. Alla fine del 2002 la consistenza dei titoli di Stato emessi dai paesi dell'area dell'euro si collocava a 3.752 miliardi, pari al 53,0 per cento del PIL.

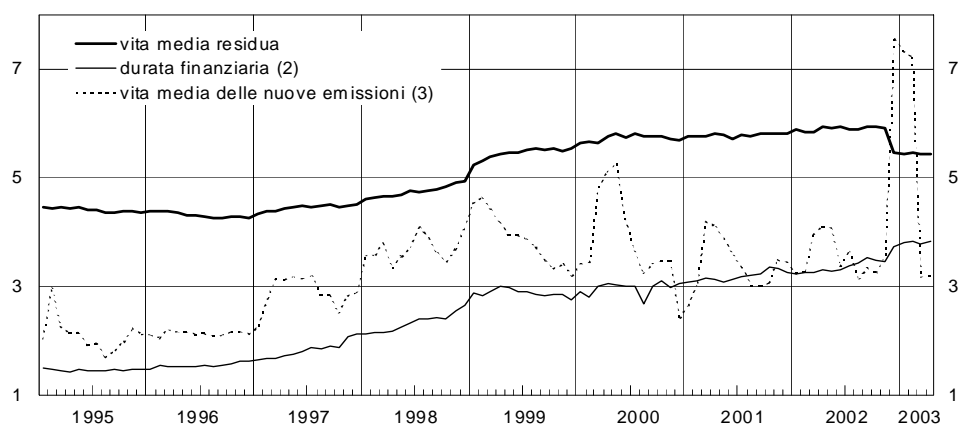
**EMISSIONI DI TITOLI DI STATO E DI OBBLIGAZIONI IN ITALIA (1)***(valori in milioni di euro)*

Emittenti	Emissioni lorde			Emissioni nette			Consistenze		
	2001	2002	1° trim. 2003 (2)	2001	2002	1° trim. 2003 (2)	Dicembre 2001	Dicembre 2002	Marzo 2003 (2)
<b>Settore pubblico</b>	<b>397.447</b>	<b>440.599</b>	<b>131.887</b>	<b>31.173</b>	<b>28.725</b>	<b>36.624</b>	<b>1.151.660</b>	<b>1.154.668</b>	<b>1.189.631</b>
BOT .....	188.677	208.761	65.798	11.717	-70	18.713	113.810	113.740	132.453
CTZ .....	35.528	32.556	11.460	-16.476	8.335	2.259	48.577	59.193	61.977
CCT (3) .....	28.330	44.535	12.286	-9.812	-12.290	592	225.961	213.218	213.651
BTP .....	119.929	133.646	31.846	38.006	42.364	5.763	630.765	670.615	675.516
CTE .....	..	-	-	-1.500	-	-	..	-	-
Prestiti della Repubblica .....	22.529	16.135	9.759	9.049	4.388	9.730	79.809	81.007	89.571
Altri .....	2.454	4.966	738	189	-14.002	-433	52.738	16.895	16.463
<b>Banche .....</b>	<b>95.777</b>	<b>92.346</b>	<b>23.555</b>	<b>31.834</b>	<b>32.941</b>	<b>5.280</b>	<b>334.672</b>	<b>367.969</b>	<b>373.336</b>
<b>Imprese .....</b>	<b>58.001</b>	<b>44.400</b>	<b>9.469</b>	<b>51.652</b>	<b>34.984</b>	<b>4.218</b>	<b>136.765</b>	<b>171.835</b>	<b>176.070</b>
<b>Totale ...</b>	<b>551.226</b>	<b>577.344</b>	<b>164.910</b>	<b>114.659</b>	<b>96.651</b>	<b>46.121</b>	<b>1.623.097</b>	<b>1.694.472</b>	<b>1.739.037</b>
<i>Per memoria:</i>									
<b>Riacquisti di titoli di Stato (4)</b>	<b>13.244</b>	<b>..</b>	<b>..</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<i>Composizione percentuale (5)</i>									
<b>Settore pubblico</b>	<b>72,1</b>	<b>76,3</b>	<b>80,0</b>	<b>27,2</b>	<b>29,7</b>	<b>79,4</b>	<b>71,0</b>	<b>68,1</b>	<b>68,4</b>
BOT .....	47,5	47,4	49,9	37,6	-0,2	51,1	9,9	9,9	11,1
CTZ .....	8,9	7,4	8,7	-52,9	29,0	6,2	4,2	5,1	5,2
CCT (3) .....	7,1	10,1	9,3	-31,5	-42,8	1,6	19,6	18,5	18,0
BTP .....	30,2	30,3	24,1	121,9	147,5	15,7	54,8	58,1	56,8
CTE .....	..	-	-	-4,8	-	-	..	-	-
Prestiti della Repubblica .....	5,7	3,7	7,4	29,0	15,3	26,6	6,9	7,0	7,5
Altri .....	0,6	1,1	0,6	0,6	-48,7	-1,2	4,6	1,5	1,4
<b>Banche .....</b>	<b>17,4</b>	<b>16,0</b>	<b>14,3</b>	<b>27,8</b>	<b>34,1</b>	<b>11,4</b>	<b>20,6</b>	<b>21,7</b>	<b>21,5</b>
<b>Imprese .....</b>	<b>10,5</b>	<b>7,7</b>	<b>5,7</b>	<b>45,0</b>	<b>36,2</b>	<b>9,1</b>	<b>8,4</b>	<b>10,1</b>	<b>10,1</b>
<b>Totale ...</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>In % del PIL ...</i>	<i>45,2</i>	<i>45,9</i>	<i>13,0</i>	<i>9,4</i>	<i>7,7</i>	<i>3,6</i>	<i>133,0</i>	<i>134,7</i>	<i>137,0</i>

(1) Per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati relativi alle emissioni nette di BTP e degli altri titoli di Stato nel 2002 differiscono da quelli pubblicati in precedenza in quanto le operazioni di *buy-back* e di *conambio*, prima valutate al valore nominale, sono rilevate al prezzo effettivo. - (2) Dati provvisori. - (3) Comprendono solo i certificati di credito del Tesoro a cedola variabile. - (4) Effettuati mediante il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato. - (5) La composizione percentuale all'interno dei titoli del settore pubblico si riferisce al totale dei titoli di tale settore.

Fig. D20

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

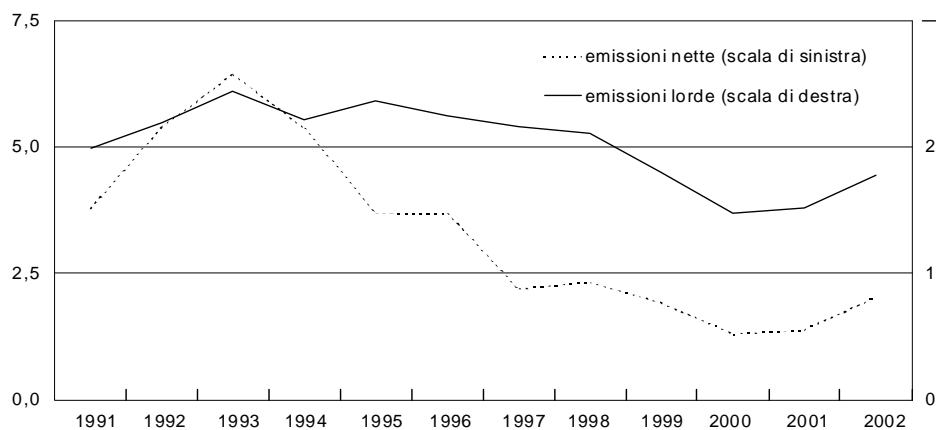


(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Calcolata sui titoli quotati all'MTS. - (3) Media mobile dei 3 mesi terminanti nel mese indicato.

Sono proseguite le vendite nette di titoli pubblici italiani da parte delle banche italiane (21,9 miliardi), mentre gli operatori non residenti hanno continuato a effettuare acquisti netti (24,4 miliardi; tav. D29). I fondi comuni, per la prima volta dal 1998, sono tornati a effettuare investimenti netti (6,3 miliardi). Il settore privato non finanziario, prevalentemente composto da famiglie, ha ceduto BOT e BTP (16,8 e 5,9 miliardi rispettivamente) e acquistato CCT (12,0 miliardi). Alla fine del 2002 la consistenza dei titoli pubblici italiani detenuti da non residenti era pari al 43,3 per cento, contro il 42,1 di un anno prima.

Fig. D21

**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.

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

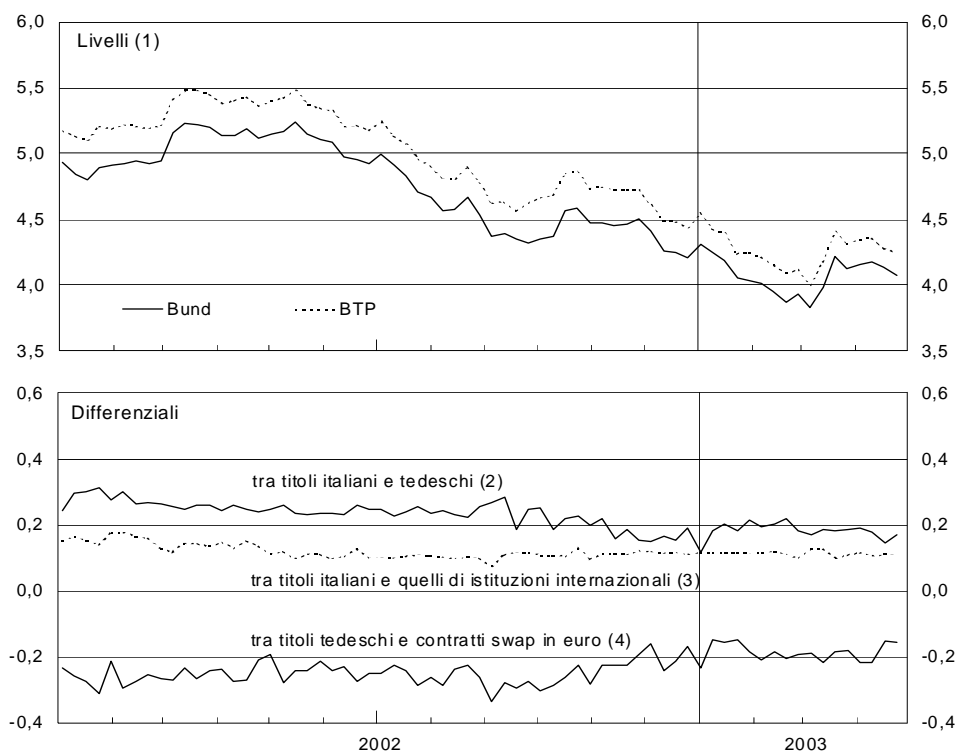
Sottoscrittori	Settore pubblico						Obbligazioni	Totale settore pubblico e obbligazioni	Azioni quotate italiane
	BOT	CTZ	CCT	BTP	Altri (2)	Totale			
<b>Acquisti netti</b> (valori)									
<b>2001</b>									
Banca d'Italia-UIC	-78	-200	1.921	345	..	1.989	6	1.995	201
Banche .....	4.181	-4.360	-5.058	-4.375	-523	-10.134	3.660	-6.474	-8.226
Ist. di assicurazione	-230	18	-1.303	15.629	-309	13.805	3.983	17.788	-6.483
Fondi comuni ....	9.936	-5.841	1.125	-8.528	-181	-3.490	2.134	-1.355	-1.787
Eestero (3) .....	-5.287	-3.172	-13.652	26.227	9.405	13.520	21.602	35.122	-354
Altri investitori (4) .	3.195	-2.921	7.155	8.707	-655	15.482	52.103	67.584	22.810
<b>Totale ...</b>	<b>11.717</b>	<b>-16.476</b>	<b>-9.812</b>	<b>38.006</b>	<b>7.738</b>	<b>31.173</b>	<b>83.486</b>	<b>114.659</b>	<b>6.171</b>
<b>2002 (5)</b>									
Banca d'Italia-UIC	175	175	1.020	17.191	-17.520	1.041	-21	1.020	346
Banche .....	4.139	971	-13.257	-13.656	-106	-21.909	3.646	-18.263	8.941
Ist. di assicurazione	109	957	3.789	20.162	86	25.103	5.973	31.076	-4.847
Fondi comuni ....	3.036	4.079	7.812	-8.608	-43	6.276	680	6.955	-1.133
Eestero (3) .....	9.241	1.314	-23.676	33.125	4.431	24.436	18.106	42.541	-7.155
Altri investitori (4) .	-16.770	839	12.022	-5.850	3.537	-6.221	39.542	33.321	7.738
<b>Totale ...</b>	<b>-70</b>	<b>8.335</b>	<b>-12.290</b>	<b>42.364</b>	<b>-9.614</b>	<b>28.725</b>	<b>67.925</b>	<b>96.651</b>	<b>3.891</b>
<b>Consistenze</b> (quote percentuali)									
<b>Dicembre 2002 (5)</b>									
Banca d'Italia-UIC	0,2	0,3	4,1	4,6	1,1	3,6	..	2,4	1,1
Banche .....	14,4	8,0	22,3	3,7	5,2	8,5	9,7	8,9	5,7
Ist. di assicurazione	0,3	2,8	11,3	15,9	3,7	11,8	6,2	10,0	3,8
Fondi comuni ....	15,5	14,4	15,7	9,7	2,4	11,0	1,9	8,1	4,0
Eestero (3) .....	54,9	42,1	8,8	48,7	68,7	43,3	....	....	13,4
Altri investitori (4) .	14,8	32,4	37,8	17,4	18,9	21,8	....	....	72,0
<b>Totale ...</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Totale ...</b>	<b>113.740</b>	<b>59.193</b>	<b>213.218</b>	<b>670.615</b>	<b>97.902</b>	<b>1.154.668</b>	<b>539.804</b>	<b>1.694.472</b>	<b>447.075</b>

(1) 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 i prestiti della Repubblica. - (3) Sono esclusi i titoli degli enti territoriali, delle aziende autonome e dell'Ente F.S.. - (4) Famiglie, imprese, Amministrazioni centrali e locali, Istituti di previdenza, Cassa DD.PP. e SIM. Sono inclusi i titoli degli enti territoriali, delle aziende autonome e dell'Ente F.S. detenuti da non residenti. - (5) Dati provvisori.

*I tassi di interesse.* - Nel 2002 i tassi d'interesse in euro si sono ridotti per tutte le scadenze. Quelli sui BTP benchmark a 3 e a 5 anni sono diminuiti di circa un punto percentuale, al 3,0 e al 3,5 per cento rispettivamente, mentre quelli sui BTP a 10 anni sono scesi di 0,8 punti, al 4,4 per cento (fig. D22). Il calo ha riflesso il ridimensionamento delle aspettative di ripresa ciclica e lo spostamento degli investitori verso le attività finanziarie meno rischiose, in presenza di tensioni internazionali e di turbolenze sui mercati borsistici.

Fig. D22

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



Fonte: BRI.

(1) Tassi benchmark. - (2) Differenziale tra il BTP decennale e il corrispondente titolo Bund. - (3) Media semplice dei differenziali di rendimento tra alcuni 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.

*Nel primo trimestre del 2002 nell'area dell'euro i rendimenti nominali a medio e a lungo termine erano ancora cresciuti, proseguendo nella tendenza che si era avviata nell'ultimo bimestre del 2001 in seguito all'esito favorevole delle operazioni militari in Afghanistan e al miglioramento delle previsioni di crescita dell'economia mondiale. Tra la metà di maggio e la fine di settembre il peggioramento del quadro macroeconomico e l'aumento della variabilità degli indici di borsa determinavano un travaso di fondi verso i titoli obbligazionari e, di conseguenza, un'ampia flessione dei tassi di interesse. Sul finire dell'anno l'aggravarsi della crisi irachena favoriva un'ulteriore discesa dei tassi d'interesse, che si arre-*

stava solo all'inizio del marzo del 2003, con l'avvio delle operazioni militari in Iraq. Alla metà di maggio il rendimento del BTP benchmark decennale si collocava al 4,0 per cento.

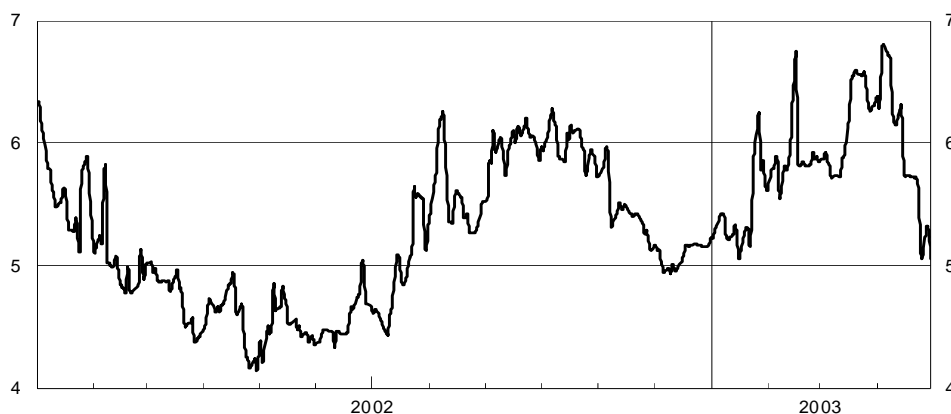
La debolezza dell'attività produttiva si è riflessa in una riduzione della pendenza positiva della curva per scadenza dei tassi d'interesse in euro. Tra il maggio e il settembre del 2002 il differenziale tra i titoli decennali e gli eurodepositi a tre mesi si è ridotto di circa 0,8 punti percentuali, a 1,3 punti, come conseguenza del calo del tasso a lungo termine e della stabilità di quello a breve. Nell'ultimo trimestre del 2002 e nei primi mesi del 2003 la riduzione dei rendimenti è stata più ampia sulle scadenze a breve termine; il differenziale è risalito a 1,8 punti percentuali alla fine dello scorso aprile.

I rendimenti reali a lungo termine nell'area dell'euro, desunti dalle quotazioni dei titoli di Stato decennali francesi indicizzati ai prezzi al consumo dell'area, alla fine del 2002 erano pari al 2,4 per cento, circa 0,8 punti percentuali in meno rispetto all'inizio dell'anno.

La volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sul future sul Bund decennale, dopo essersi ridotta nel primo quadrimestre del 2002, è aumentata in misura considerevole nella seconda metà dell'anno (fig. D23).

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.

I prezzi delle opzioni sui tassi di interesse swap (swaptions) consentono di stimare la configurazione della struttura per scadenza della volatilità dei tassi d'interesse, indicando le scadenze su cui si concentra l'incertezza degli operatori. Per i tassi swap denominati in dollari, la struttura a termine della volatilità sulle scadenze comprese tra un mese e dieci anni ha assunto un'inclinazione fortemente negativa dopo gli attentati terroristici del settembre del 2001; per le durate inferiori a un anno, la volatilità si è attestata sul 50 per cento su base annua, mentre sulle scadenze più lunghe si è mantenuta attorno al 15 per cento. Anche per i tassi denominati in euro, la pendenza della struttura a termine della volatilità è

*divenuta fortemente negativa negli ultimi mesi del 2001. Rispetto alle attività in dollari, tuttavia, la volatilità sulle scadenze a breve termine è aumentata in misura più contenuta, collocandosi attorno al 30 per cento.*

Nel 2002 si è ancora ridotto il differenziale di rendimento tra i BTP e i titoli di Stato tedeschi e francesi (fig. D22). Il calo, accentuatosi nel corso dell'ultimo trimestre del 2002, è da ricondursi al forte peggioramento dei conti pubblici in quei paesi. I differenziali sono ulteriormente scesi nel 2003, dopo la conferma del superamento, in Germania e in Francia, del limite del 3 per cento nel rapporto tra l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche e il PIL nel 2002. Alla fine dello scorso aprile, i differenziali del BTP decennale con gli analoghi titoli tedeschi e francesi si attestavano, rispettivamente, a circa 0,2 e 0,1 punti percentuali (da 0,3 e 0,2 punti alla fine del 2001).

*Il mercato secondario.* - Nel 2002 gli scambi medi giornalieri a pronti sul mercato telematico dei titoli di Stato (MTS Italia) si sono ridotti del 5,8 per cento, a 8,6 miliardi di euro. La flessione è in gran parte ascrivibile ai BTP, le cui contrattazioni sono diminuite del 18,2 per cento (cfr. il capitolo della sezione G: *La sorveglianza sugli scambi*). L'elevata domanda di attività a breve termine ha condotto a un cospicuo aumento degli scambi di BOT e di CCT (138,4 e 20,1 per cento, rispettivamente) e a una riduzione dei differenziali denaro-lettera in quei comparti. Sul segmento MOT della Borsa italiana il volume medio giornaliero delle negoziazioni di titoli di Stato italiani è invece aumentato del 16,5 per cento, a 0,5 miliardi.

È proseguita la forte espansione degli scambi medi giornalieri di pronti contro termine sull'MTS, saliti a 42,9 miliardi (da 27,9 miliardi nel 2001). In particolare, sono significativamente aumentate le contrattazioni dei *repo* sui BOT.

Anche sul mercato londinese EuroMTS nel 2002 gli scambi medi giornalieri a pronti di titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro si sono ridotti, a 2,9 miliardi di euro, da 3,8 nel 2001. Alla fine dell'anno il 23,0 per cento delle contrattazioni effettuate su questo mercato riguardava titoli italiani (contro il 34,3 di un anno prima), il 18,1 e il 12,8 per cento titoli spagnoli e greci rispettivamente (dal 10,0 e dal 3,6 di un anno prima). Sono invece cresciute le transazioni sui nuovi mercati nazionali MTS; in particolare, le contrattazioni medie giornaliere di titoli di Stato a medio e a lungo termine sono salite da 0,6 a 0,9 miliardi in Francia e da 0,2 a 0,5 miliardi in Germania.

*Secondo la Bond Market Association, nel novembre 2002 il numero di piattaforme elettroniche per la contrattazione di titoli a reddito fisso era salito in Europa e negli Stati Uniti a 28 e 52, rispettivamente (da 24 e 49 dell'anno precedente). È proseguito, in particolare, lo sviluppo dei mercati ad asta telematica rivolti agli investitori istituzionali. Il cir-*

*cuito di questo tipo gestito dall'MTS Italia, denominato BondVision, ha registrato un consistente incremento delle contrattazioni complessive (da 220 a 390 milioni di euro in media al giorno).*

*I mercati dei derivati sui tassi di interesse.* - La forte incertezza sulle prospettive dell'economia reale e le conseguenti oscillazioni dei valori mobiliari hanno sospinto le contrattazioni di derivati su tassi di interesse. Gli scambi medi giornalieri di futures sul Bund decennale sono aumentati del 7,4 per cento, quelli di futures sugli eurodepositi a tre mesi del 17,2 per cento. Sul mercato delle opzioni, a una riduzione del numero medio giornaliero di contratti relativi ai futures sul Bund decennale (-17,8 per cento) si è contrapposto un forte aumento degli scambi di contratti sul future sugli eurodepositi a tre mesi (54,7 per cento).

*Secondo i dati pubblicati dalla BRI, nel 2002 il turnover complessivo di futures e opzioni su tassi d'interesse scambiati presso mercati organizzati è aumentato del 15,8 per cento, a 630.000 miliardi di dollari.*

### ***Il mercato delle obbligazioni di banche e imprese***

Nel 2002 le emissioni nette di obbligazioni a medio e a lungo termine effettuate da banche e imprese italiane sono ammontate a 64,5 miliardi di euro, il 40,4 per cento in meno rispetto all'anno precedente (tav. D30). I collocamenti netti delle imprese non finanziarie sono diminuiti da 27,0 a 5,7 miliardi, quelli delle banche e delle altre società finanziarie da 46,1 a 32,7 e da 35,2 a 26,1 miliardi, rispettivamente. L'ampio calo delle emissioni nette delle società non finanziarie è in gran parte ascrivibile alla contrazione della raccolta effettuata sul mercato internazionale da grandi emittenti privati appartenenti al settore delle telecomunicazioni e a quello automobilistico. Il settore pubblico ha effettuato emissioni legate a operazioni di cartolarizzazione per circa 9,6 miliardi.

La riduzione dei collocamenti obbligazionari è comune alle principali economie. Nel complesso dell'area dell'euro le emissioni nette di banche e imprese sono scese da 437,9 a 298,0 miliardi (-32 per cento), con una contrazione intensa per banche (-29 per cento) e società non finanziarie (-70 per cento) e contenuta per le società finanziarie non bancarie (-3 per cento). Negli Stati Uniti, i collocamenti netti effettuati da banche e imprese sono scesi da 809,1 a 588,9 miliardi di euro (-27 per cento). Sul mercato internazionale i collocamenti di emittenti dell'area dell'euro si sono ridotti rispetto all'anno precedente (da 590,8 a 405,9 miliardi di euro, -31 per cento), ma la quota delle obbligazioni internazionali sulla consistenza complessiva dei titoli del settore privato dell'area ha continuato a crescere (dal 63 al 68 per cento).

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

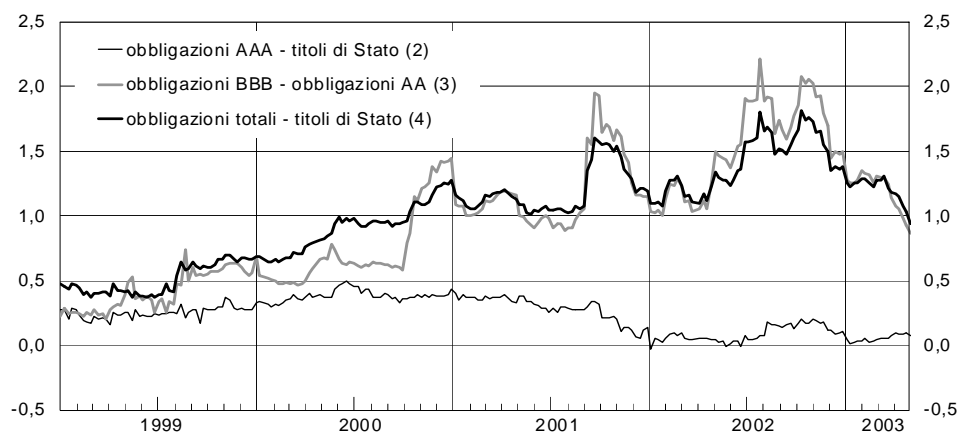
Voci	Emissioni nette (2)			Consistenze			Quota sul PIL (3)
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2002
<b>Italia</b>							
Banche .....	36.097	46.095	32.669	324.338	370.429	402.262	32
Altre società finanziarie .	16.263	35.189	26.130	29.718	65.102	90.915	7
Società non finanziarie (4)	7.555	27.029	5.718	61.700	88.114	92.988	7
<b>Totale . . .</b>	<b>59.915</b>	<b>108.313</b>	<b>64.517</b>	<b>415.756</b>	<b>523.645</b>	<b>586.165</b>	<b>46</b>
di cui:							
mercato internazionale (5)	49.389	75.590	35.051	138.863	212.950	248.214	20
Per memoria:							
settore pubblico .....	36.165	21.347	8.821	1.014.996	1.037.474	1.038.457	83
<b>Area dell'euro</b>							
Banche .....	239.162	225.621	159.319	2.689.467	2.929.233	3.047.287	43
Altre società finanziarie .	102.865	112.839	109.104	362.162	477.582	566.500	8
Società non finanziarie (4)	92.116	99.472	29.567	421.846	524.907	536.008	8
<b>Totale . . .</b>	<b>434.143</b>	<b>437.932</b>	<b>297.990</b>	<b>3.473.475</b>	<b>3.931.722</b>	<b>4.149.795</b>	<b>59</b>
di cui:							
mercato internazionale (5)	467.171	590.836	405.902	1.869.451	2.460.497	2.808.001	40
Per memoria:							
settore pubblico .....	123.036	97.532	136.186	3.379.114	3.478.314	3.601.435	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) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. - (3) Valori percentuali. - (4) Il dato per l'Italia include le emissioni dell'Ente FS. - (5) Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni che vengono collocate anche presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente.							

*La contrazione registrata nel 2002 interrompe una fase di espansione delle emissioni obbligazionarie in atto dall'avvio della moneta unica nel 1999. Nell'area dell'euro, nel triennio 1999-2001 i collocamenti medi annui del settore privato erano stati pari a 411,2 miliardi di euro, contro i 154,9 miliardi del triennio precedente. Nello stesso periodo, negli Stati Uniti i collocamenti del settore privato avevano registrato un incremento da 383,1 a 553,3 miliardi di euro. Alla fine del 2002 nell'area la consistenza dei titoli era pari al 59 per cento del PIL, dal 37 per cento nel 1995 (negli Stati Uniti, l'analogo rapporto è aumentato dal 38 al 60 per cento). L'aumento è stato più marcato per il settore non finanziario ed è in gran parte riconducibile all'eccezionale sviluppo dei collocamenti sul mercato internazionale. Il volume medio annuo delle emissioni nette di obbligazioni internazionali da parte di società dell'area dell'euro è stato pari negli anni 1999-2001 a 483,8 miliardi di euro, contro 142,4 miliardi nel triennio precedente (537,5 contro 165,3 miliardi negli Stati Uniti).*

Sul mercato internazionale il rendimento delle obbligazioni emesse in euro da società non finanziarie è sceso nell'arco dell'anno di 0,9 punti percentuali, al 4,7 per cento. Il calo ha riguardato tutte le classi di rating, risultando pari a 1,2 punti per i titoli con valutazione AAA e a 0,8 per quelli con rating BBB. Nella parte centrale dell'anno i premi al rischio avevano registrato un forte aumento per alcune categorie di emittenti, contribuendo all'ampio calo delle emissioni nette delle imprese non finanziarie. Gli incrementi maggiori si sono registrati tra giugno e settembre, in seguito alla crisi della società statunitense Worldcom e alla diffusione di dati congiunturali meno favorevoli delle attese. Il fenomeno ha interessato prevalentemente il settore delle telecomunicazioni e quello automobilistico, penalizzati da un elevato indebitamento; esso è stato in parte amplificato dalla revisione al ribasso del rating di alcuni grandi emittenti. L'aumento è stato parzialmente riassorbito nell'ultimo trimestre dell'anno. Alla fine del 2002 il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni e dei titoli di Stato era pari a 1,4 punti percentuali, 0,2 punti al di sopra dei valori di un anno prima (fig. D24); ha registrato una nuova flessione nel 2003, portandosi a 0,9 punti alla fine dello scorso aprile.

Fig. D24

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



Fonte: elaborazioni su dati 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 Baa3 o BBB-. - (2) Differenziale di rendimento tra le obbligazioni AAA e i titoli di Stato francesi e tedeschi. - (3) Differenziale 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.

*L'aumento del premio per il rischio nei trimestri centrali dello scorso anno ha riflesso in primo luogo l'incremento del tasso di insolvenza delle imprese non finanziarie con basso merito di credito, portatosi nel 2002 su livelli prossimi a quelli prevalenti durante la recessione dei primi anni novanta. Le insolvenze hanno toccato un massimo nei primi mesi dell'anno, per poi tornare a flettere. Negli ultimi anni è aumentato il numero di emittenti classificati nelle categorie ad alto rischio di credito (ovvero con rating inferiore a BBB- o Baa3), per i quali le condizioni di finanziamento sono assai più onerose.*

Negli ultimi cinque anni si è fortemente sviluppato il mercato dei prodotti derivati su crediti. Secondo stime della British Bankers' Association, alla fine del 2002 questi strumenti avevano raggiunto un valore nozionale prossimo ai 2.000 miliardi di dollari, inferiore a quello dei prodotti derivati over-the-counter su tassi d'interesse e tassi di cambio (60.000 e 16.000 miliardi, rispettivamente), ma in crescita a ritmi assai elevati. La maggior parte delle contrattazioni si concentra sulle piazze di New York e, in misura minore, Londra e Tokyo. Gli scambi sono effettuati con l'intermediazione di un numero ristretto di banche internazionali, mentre gli emittenti per i quali viene fornita copertura sarebbero attualmente quasi 2.000.

*La forma più comune di derivato su crediti è costituita dal credit default swap, uno strumento, simile a un'opzione, che dà all'acquirente della copertura il diritto a ricevere dal venditore il valore nominale di un titolo emesso da una determinata società, qualora quest'ultima incontri problemi di solvibilità. Secondo una recente indagine effettuata dalle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci (G10) insieme con la BRI, i venditori di assicurazione sul credito sono principalmente fondi pensione, fondi d'investimento e compagnie di assicurazione; le banche, nel loro complesso, sono acquirenti nette. Recenti indagini empiriche mostrano che i prezzi dei credit default swap sono in grado di anticipare i cambiamenti di rating delle imprese con una precisione maggiore di quanto non sia possibile fare sulla base di altre informazioni, di natura macroeconomica o contabile.*

*Con riferimento a credit default swap con scadenza quinquennale, nel corso del 2002 i premi annuali pagati su derivati relativi ai titoli emessi da banche e assicurazioni sono passati da 0,25 punti percentuali del valore nozionale assicurato, a inizio anno, a circa 0,70 punti in ottobre. Nello stesso periodo i premi richiesti sui derivati relativi ai titoli di società del settore industriale sono passati da 1,0 a 2,0 punti; per le società appartenenti al settore delle telecomunicazioni, a quello dei mass media e a quello della tecnologia i premi sono passati da 1,3, 1,1 e 1,2, rispettivamente, a 12,5, 3,5 e 2,8 punti. Alla fine dell'anno erano ridiscesi a 3,4, 1,6 e 2,2 punti.*

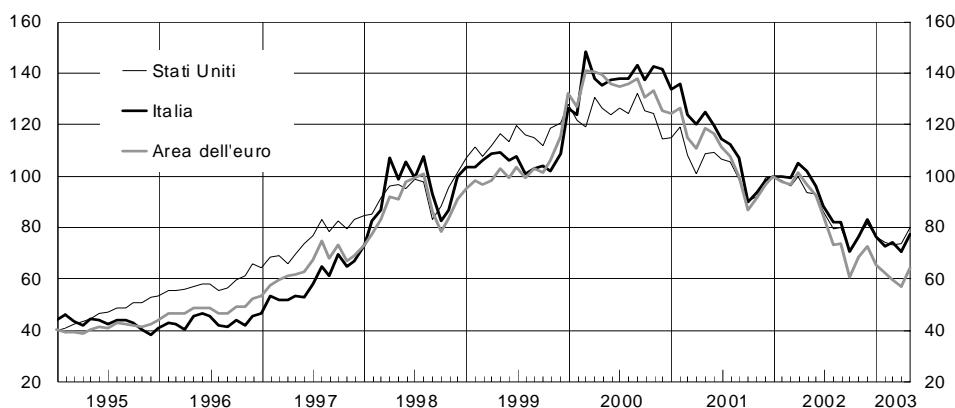
### **Il mercato azionario**

*L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni.* - Nel corso del 2002 le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno registrato cali considerevoli; l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo ai titoli delle maggiori società dell'area in termini di capitalizzazione di borsa, è calato del 35 per cento, dopo essere sceso del 20 nel corso del 2001 (fig. D25). Il ridimensionamento delle quotazioni è stato molto pronunciato in Germania e in Francia (-43 e -34 per cento, rispettivamente). In Italia e in Spagna è stato più contenuto, simile a quello registrato nel Regno Unito e negli Stati Uniti (-25 per cento circa). Rispetto ai valori massimi raggiunti nel 2000, alla fine dell'aprile del 2003 gli indici di borsa erano scesi del 61 per cento in Germania, del 57 nell'area dell'euro, del 49 in Italia e del 40 negli Stati Uniti. Nei listini tecnologici le perdite sono state assai elevate, come nei due anni precedenti (-63 per cento al Neuer Markt, -53 al Nouveau Marché e -50 al Nuo-

vo Mercato). Anche per le imprese appartenenti ai settori tradizionali i corsi azionari hanno subito un forte calo, concentrato nel terzo trimestre dell'anno.

Fig. D25

**ANDAMENTO DEI CORSI AZIONARI (1)**  
(dati di fine mese; indici: 31 dicembre 2001=100)



Fonte: Bloomberg.

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

La tendenza negativa dei corsi azionari nell'area dell'euro discende in primo luogo dalla precedente condizione di sopravvalutazione. Nel 2002 essa ha riflesso anche il progressivo peggioramento delle prospettive di ripresa ciclica nei principali paesi industriali e le connesse revisioni al ribasso della redditività attesa delle imprese. I corsi azionari hanno inoltre risentito, in più paesi, dell'emergere di irregolarità contabili da parte di grandi imprese, che hanno generato dubbi circa l'affidabilità delle informazioni disponibili sulle società quotate. Hanno inoltre pesato le crescenti tensioni in Medio Oriente e, in misura minore, quelle ancora perduranti in Asia Centrale. Dopo una temporanea risalita dei corsi in ottobre e in novembre, una nuova fase di deprezzamento si è avviata in dicembre, quando la prospettiva di un imminente conflitto armato in Iraq ha accentuato l'incertezza sulla durata e sulle ripercussioni della crisi internazionale.

*Il deprezzamento dei titoli azionari degli ultimi anni ha raggiunto dimensioni considerevoli anche in una prospettiva storica. Per la borsa statunitense, il calo in termini reali dell'indice generale nel triennio 2000-02 (-44 per cento) è stato di entità simile a quello del triennio 1972-74, in concomitanza con il primo shock petrolifero (-47 per cento), e inferiore solo a quello del triennio 1929-31, durante la Grande Depressione (-61 per cento). Per la borsa italiana, invece, escludendo i due periodi bellici, il calo in termini reali dell'indice generale nel triennio 2000-02 (-46 per cento) è stato di entità comparabile a quello registrato nel triennio 1929-31 (-47 per cento) e inferiore a quelli registrati nei trienni 1962-64 (-54 per cento) e 1974-76 (-57 per cento).*

L'andamento negativo dei corsi azionari nell'area dell'euro è proseguito nei primi mesi del 2003, interrompendosi solo alla metà di marzo, in con-

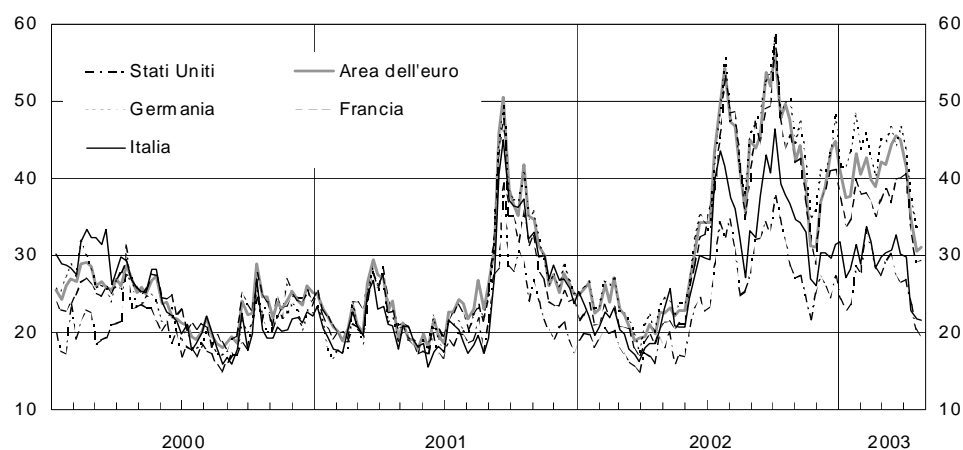
comitanza con l'avvio delle operazioni militari in Iraq. Nelle settimane successive, la rapida soluzione del conflitto è stata accompagnata da una modesta risalita delle quotazioni. Rispetto ai valori di inizio anno, alla fine dello scorso aprile gli indici di borsa erano saliti in Spagna, in Germania e in Italia (del 6,5, 2,2 e 1,9 per cento, rispettivamente); risultavano più bassi per il complesso dell'area dell'euro e in Francia (-1,6 e -3,6 per cento, rispettivamente).

La volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sugli indici azionari ha raggiunto, tra il giugno e il settembre del 2002, valori assai elevati, superiori a quelli registrati dopo gli attentati del settembre del 2001 (fig. D26). Alla fine dello scorso aprile, in alcune borse dell'area dell'euro continuava a riscontrarsi un'alta volatilità dei corsi.

Fig. D26

### VARIABILITÀ ATTESA DEI CORSI AZIONARI NELLE PRINCIPALI BORSE INTERNAZIONALI (1)

(dati di fine settimana; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

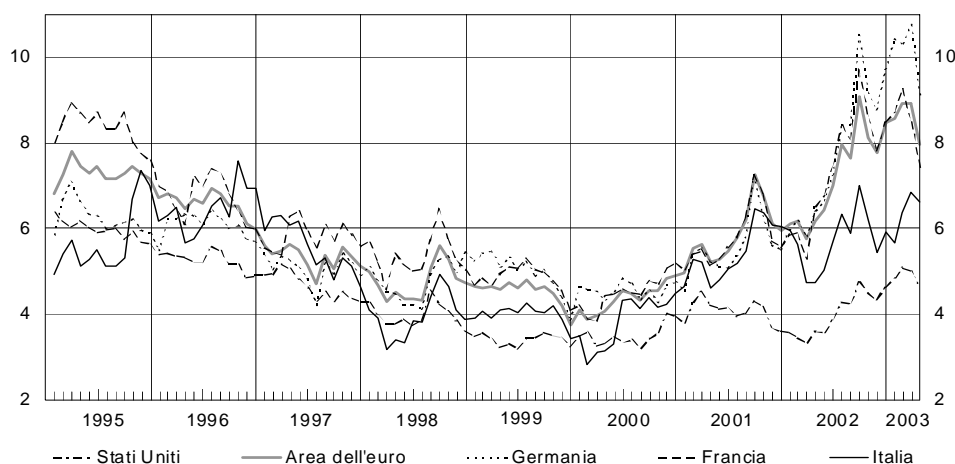
(1) Volatilità implicita nelle opzioni sugli indici delle principali borse internazionali.

*L'esperienza degli anni passati ha posto in luce come le previsioni formulate dagli analisti finanziari sul livello degli utili societari risultino in genere eccessivamente ottimistiche. Gli errori di previsione possono riguardare la variabilità degli utili attesi, oltreché il loro livello, ripercuotendosi sulla volatilità dei corsi. Analisi empiriche condotte su un campione di titoli italiani quotati indicano che questo fenomeno può risultare non trascurabile.*

Nell'area dell'euro l'ampia discesa delle quotazioni azionarie ha ricondotto il rapporto tra gli utili correnti e la capitalizzazione di borsa al di sopra del valore medio registrato nella prima metà degli anni novanta, anteriormente alla fase di forte ascesa dei corsi. Alla fine dell'aprile del 2003 tale rapporto era pari al 6,6 per cento in Italia, al 7,4 in Francia e al 9,1 in Germania, a fronte di valori compresi tra il 3,5 e il 4 per cento alla fine del 1999 (fig. D27).

Fig. D27

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



Fonte: Thomson Financial.

I settori industriali dell'area dell'euro che nel 2002 hanno registrato i cali delle quotazioni azionarie più forti sono quelli dell'informatica, dell'elettronica, dei mass media, della farmaceutica e delle telecomunicazioni. Flessioni più contenute si sono riscontrate nel settore automobilistico e, soprattutto, nei comparti dell'elettricità e dei prodotti petroliferi. Rispetto agli Stati Uniti, assai più pronunciato è risultato, nell'area dell'euro, il deprezzamento delle azioni delle banche e delle assicurazioni (-24 e -46 per cento, rispettivamente, contro -8 e -16 per cento negli Stati Uniti).

*Le difficoltà registrate nel biennio 2001-02 dalle banche e dalle assicurazioni dell'area dell'euro sono riflesse nell'andamento delle previsioni degli analisti finanziari sugli utili di breve periodo. Tra il 1996 e la prima metà del 2001 tali aspettative avevano manifestato una netta crescita. Nella seconda metà del 2001 l'andamento si è repentinamente invertito: le previsioni relative agli esercizi fiscali dal 2001 al 2003 hanno subito un progressivo deterioramento, con riduzioni che, per il 2001 e il 2002, hanno sfiorato il 50 per cento.*

Il miglior andamento della borsa italiana rispetto agli altri principali mercati azionari dell'area nel 2002 riflette il considerevole apprezzamento dei titoli del comparto energetico, risultati invece in calo presso gli altri listini, e la minore flessione delle quotazioni nei settori delle telecomunicazioni e delle assicurazioni. Rispetto ai risultati medi dell'area, la discesa delle quotazioni in Italia è stata invece più accentuata nel comparto automobilistico e in quello dell'elettricità.

*I corsi azionari delle compagnie di assicurazione in Italia hanno registrato cali inferiori a quelli osservati negli altri principali paesi dell'area dell'euro (-30 per cento, contro -40 e -57 per le compagnie, rispettivamente, francesi e tedesche). Ciò è in parte riconducibile alla più limitata esposizione azionaria del portafoglio titoli delle compagnie italiane (cfr. il capitolo: Gli investitori istituzionali).*

*Rispetto agli altri principali mercati azionari, presso la borsa italiana i corsi dei titoli a bassa capitalizzazione hanno registrato un calo inferiore a quello complessivo del mercato (-18 per cento, contro -24). Ancora più contenuta (-6 per cento) è stata la flessione delle quotazioni nel circuito Star della borsa italiana, riservato alle società di piccola e media capitalizzazione che soddisfano requisiti di elevata liquidità e trasparenza.*

Il volume medio giornaliero degli scambi azionari realizzati presso la borsa italiana si è leggermente ridotto, da 2,5 miliardi nel 2001 a 2,3. La quota degli scambi relativi ai titoli del Mib30 è salita dall'82 all'89 per cento.

*L'offerta e la domanda di azioni.* - Il perdurante calo dei corsi azionari ha ulteriormente indebolito l'attività sul mercato primario. Nel 2002 si sono verificati solo 5 nuovi ingressi al listino principale italiano e nessuno al Nuovo Mercato (rispettivamente, 13 e 4 nel 2001). Il capitale raccolto dalle società neo-quotate e da quelle già quotate si è ridotto, da 6,2 miliardi nel 2001 a 3,9 (da 0,2 a 0,1 miliardi al Nuovo Mercato; tav. D31).

*Nel biennio 2001-02 il valore medio annuo delle emissioni azionarie effettuate nei maggiori paesi industriali (i paesi del G10) si è dimezzato rispetto al periodo 1995-2000, scendendo a circa 200 miliardi di dollari, pari allo 0,9 per cento della capitalizzazione di borsa (contro 1,8 nel precedente quinquennio). Il calo è stato particolarmente accentuato sul mercato statunitense; le emissioni azionarie su questo mercato sono scese al 42 per cento del complesso di quelle effettuate nei principali paesi industriali, contro il 59 del periodo 1995-2000. Sempre con riferimento al complesso dei maggiori paesi industriali, nel biennio 2001-02 si sono quotate in borsa circa 500 imprese all'anno, contro 1.200 nel periodo 1995-2000. La contrazione più marcata si è registrata nei settori dei mass media e delle telecomunicazioni (cfr. il riquadro: La raccolta in borsa di capitale di rischio nel biennio 2001-02, in Bollettino Economico, n. 40, 2003).*

Alla fine dello scorso marzo, presso la borsa italiana erano quotate 265 società italiane, contro 276 alla fine del 2001. La capitalizzazione complessiva era scesa da 587 miliardi alla fine del 2001 a 410; in rapporto al PIL, essa era pari al 33 per cento (48 alla fine del 2001); nel 2000 aveva raggiunto un valore massimo del 70 per cento. Sempre alla fine dello scorso marzo, la capitalizzazione di borsa in rapporto al PIL era pari al 31 per cento in Germania, al 61 in Francia, al 106 negli Stati Uniti e al 108 nel Regno Unito.

*Nel 2002, presso la borsa italiana, sono state lanciate 22 OPA (20 nel 2001). Il netto rialzo dei rapporti tra utili e prezzi può avere indotto alcuni operatori ad aumentare le loro partecipazioni in società alle quali il mercato attribuiva una valutazione assai contenuta.*

I numerosi casi di cattiva gestione di società quotate nei paesi industriali, evidenziati dai fallimenti di importanti aziende, come la società statunitense Enron, e la crisi di fiducia da parte degli investitori che ne è derivata, hanno avviato un processo di revisione delle regole di governo d'impresa e dei controlli volti a contrastare tali fenomeni.

Tav. D31

### PRINCIPALI INDICATORI DELLA BORSA ITALIANA (1)

(milioni di euro, salvo diversa indicazione)

Voci	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Società italiane quotate (numero a fine anno) .....	209	219	247	276	276	275
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i> .....	-	-	6	39	44	44
Capitalizzazione (2) .....	309.896	481.065	721.128	812.443	587.467	453.513
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i> .....	-	-	6.981	22.166	12.489	6.438
<i>in percentuale del PIL</i> .....	30,2	44,8	65,1	69,7	48,3	36,0
composizione percentuale:						
<i>industriali</i> .....	31	24	20	21	23	25
<i>assicurativi</i> .....	15	16	11	14	13	11
<i>bancari</i> .....	19	27	23	25	23	22
<i>finanziari</i> .....	4	3	3	3	3	3
<i>servizi</i> .....	31	30	43	37	39	39
<b>Totale</b> .....	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Emissioni lorde di azioni (3) .....	4.097	7.070	22.543	9.148	6.171	3.891
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i> .....	-	-	212	4.402	222	115
Capitalizzazione società di nuova quotazione (4) .....	6.575	21.772	186.403	30.151	10.579	2.971
di cui: <i>società estere</i> .....	0	8.918	120.159	0	0	0
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i> .....	-	-	1.345	22.108	458	0
Dividendi distribuiti .....	6.255	7.024	9.944	16.013	30.549	18.679
Rapporto utili/capitalizzazione (5) .....	4,6	3,9	3,4	4,5	6,0	5,9
Rapporto dividendi/capitalizzazione (5) .....	1,7	1,6	1,5	2,1	2,8	3,8
Controvalore degli scambi (6):						
<i>mercato di borsa</i> .....	175.238	424.339	503.164	844.035	619.605	572.654
<i>futures sull'indice Mib30</i> .....	477.725	977.751	905.841	984.392	829.416	673.860
<i>opzioni sull'indice Mib30</i> .....	125.099	267.247	264.181	323.166	246.555	176.636
Variazione dei corsi (7) .....	58,2	41,0	22,3	5,4	-25,1	-23,7
Turnover (8) .....	69	107	84	110	89	110

(1) I dati non includono il Mercato ristretto. - (2) Società italiane. Valore di fine periodo. - (3) Società italiane. Il valore delle emissioni è dato dal prodotto tra il numero di azioni emesse e il loro 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) Società italiane. - (7) Variazione percentuale dell'indice Mib storico nel corso dell'anno. - (8) Società italiane. Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media dell'anno.

*Negli Stati Uniti sono state introdotte regole severe in materia di bilanci societari, attività dei revisori e trasparenza delle informazioni fornite al mercato (cfr. la sezione: L'economia e la finanza internazionale, in Bollettino Economico, n. 39, 2002).*

*Dall'inizio del 2003 sono in vigore, presso la Borsa italiana, nuove regole volte a disciplinare l'insider dealing. Esse impongono alle società di comunicare trimestralmente le*

*compravendite di azioni proprie effettuate da un insieme predefinito di soggetti (fra cui gli amministratori e i loro familiari) che superino il valore di 50.000 euro; le società devono inoltre comunicare tempestivamente le transazioni che superino il controvalore di 250.000 euro. Quasi tutte le società che compongono il Mib30 hanno deciso di adottare soglie inferiori a quelle stabilite dalla Borsa e di includere, fra le transazioni con obbligo di divulgazione al mercato, anche l'esercizio delle stock options concesse ai propri dirigenti.*

*Lo scorso aprile la Consob ha approvato alcune modifiche al regolamento dei mercati della Borsa italiana. Sono state varate nuove regole per le aziende che intendono quotarsi al Nuovo Mercato: il livello minimo delle azioni collocate presso il pubblico viene innalzato dal 20 al 30 per cento dei titoli della società e quello del patrimonio netto da 1,5 a 3 milioni di euro. Inoltre, le imprese costituite da meno di tre anni, fatte salve alcune eccezioni, devono avere da almeno un anno, fra i loro soci, investitori istituzionali con una partecipazione minima del 10 per cento; tali soci sono soggetti al vincolo di lock-up (non possono cioè cedere le azioni prima dello scadere di un determinato periodo). Sempre al Nuovo Mercato, le società che intendono quotarsi e quelle già quotate devono possedere determinati requisiti di governo societario, concernenti la composizione del consiglio di amministrazione, del comitato di controllo interno e del comitato di remunerazione. Per il listino principale, il livello minimo di capitalizzazione richiesto alle società che intendono quotarsi è innalzato da 5 a 20 milioni di euro. Le società appartenenti al segmento Star devono attenersi alle nuove disposizioni del Codice di autodisciplina delle società quotate presso la Borsa italiana, riguardanti, in particolare, il funzionamento del comitato di controllo interno.*

In seguito al lancio di un'OPA, la Borsa italiana si è aggiudicata il 94 per cento del capitale di Montetitoli (la società italiana che cura il servizio di gestione accentrata di strumenti finanziari), quota che si è aggiunta al 4,1 per cento di cui essa già disponeva. Nel luglio del 2002 il depositario centrale internazionale belga Euroclear ha acquisito Crest, una società di gestione accentrata di titoli con sede nel Regno Unito.

*Il mercato dei derivati.* - Nel 2002 il numero medio di contratti scambiati giornalmente sul Mercato italiano dei derivati (Idem) è aumentato dell'1,0 per cento rispetto all'anno precedente. L'incremento degli scambi del future sull'indice Mib30 e del MiniFib è stato compensato da una diminuzione delle contrattazioni delle opzioni sull'indice Mib30 e delle opzioni su azioni.

*Nel novembre del 2002 alcune borse statunitensi ed europee hanno avviato le contrattazioni di futures su singoli titoli azionari. Presso lo stesso gruppo di borse sono iniziate le negoziazioni di futures su alcuni fondi d'investimento. Nello stesso mese presso la Borsa italiana sono stati avviati gli scambi dei primi contratti futures su singole azioni; alla fine dell'aprile 2003 erano quotati 10 contratti, relativi ai titoli ordinari di società a larga capitalizzazione.*

*Nell'ottobre del 2002 due primarie banche internazionali hanno iniziato a quotare sul mercato over-the-counter opzioni sul valore futuro di alcune delle principali variabili macroeconomiche statunitensi, fra cui il numero di occupati, le aspettative dei dirigenti d'impresa sulle tendenze della produzione e i prezzi alla produzione.*