

D – LA POLITICA MONETARIA NELL’AREA DELL’EURO, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

Nel 2004 le prospettive di una rapida ripresa congiunturale nell’area dell’euro si sono progressivamente attenuate. La dinamica dei prezzi è stata contenuta dalla debolezza ciclica e dal rafforzamento del cambio, nonostante l’aumento delle quotazioni del petrolio. Le aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste di poco al di sotto del 2 per cento, valore coerente con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dall’Eurosistema.

In considerazione di questo quadro congiunturale, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto condizioni monetarie espansive. I tassi ufficiali dell’Eurosistema sono rimasti invariati, sui bassi livelli raggiunti alla metà del 2003 (2,0 per cento per il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali). In termini reali i rendimenti a breve termine sono stati pressoché nulli. All’inizio del 2004 le aspettative degli operatori sull’orientamento della politica monetaria scontavano un aumento dei rendimenti a breve termine già nella seconda metà dell’anno; si sono poi gradualmente ridimensionate. Nello scorso aprile prevalevano attese di tassi di interesse invariati nell’anno in corso.

L’abbondante liquidità e il deteriorarsi delle aspettative di crescita si sono riflessi in un ulteriore calo dei tassi di interesse a lungo termine in euro. Anche in connessione con le più favorevoli prospettive per l’attività economica negli Stati Uniti, il differenziale negativo con i rendimenti in dollari si è considerevolmente ampliato; misurato sugli swap d’interesse decennali, da un quarto di punto percentuale nel dicembre 2003 si è portato attorno a un punto alla fine del 2004.

Il cambio dell’euro nei confronti del dollaro si è apprezzato rapidamente dall’estate; ha toccato un massimo alla fine di dicembre. In questa fase, il deprezzamento della valuta americana ha risentito soprattutto di rinnovati timori degli operatori per il grave squilibrio nei conti con l’estero negli Stati Uniti. Nel corso dell’anno l’apprezzamento della valuta europea rispetto al dollaro è stato del 7,8 per cento; in termini effettivi è stato più modesto, pari a 2,1 punti percentuali. Nei primi mesi del 2005 l’euro è tornato a deprezzarsi, sia rispetto al dollaro sia in termini effettivi.

Il basso livello dei tassi di interesse ha concorso a mantenere elevata la preferenza per la liquidità nell'area dell'euro. La moneta M3, in rallentamento dal 2003, dalla primavera ha ripreso ad accelerare; alla fine dell'anno ha raggiunto un tasso di crescita del 6,5 per cento sui dodici mesi.

Sul mercato obbligazionario internazionale le condizioni di finanziamento per le imprese private sono risultate favorevoli per tutte le classi di merito di credito. I differenziali di interesse rispetto ai titoli di Stato sono scesi sui valori minimi dalla fine degli anni novanta per le categorie a più alto rischio. Sono progressivamente diminuiti i casi di insolvenza, dopo gli episodi di dissesto societario che avevano interessato società degli Stati Uniti ed europee; sono emerse valutazioni più ottimistiche sulla rischiosità delle imprese. Sulla riduzione dei differenziali di rendimento può aver altresì influito il prevalere nelle principali aree di condizioni di liquidità abbondante. Dal marzo 2005 gli spread obbligazionari sono tornati ad aumentare, in seguito a timori sulle prospettive di specifici comparti, in particolare di quello automobilistico, e di una valutazione più cauta dei titoli ad alto rischio.

In Italia, il sistema finanziario ha dimostrato un'elevata capacità di far fronte alla prolungata fase di debolezza ciclica, mantenendo condizioni di stabilità. Sono rimaste solide le condizioni di bilancio delle famiglie, delle imprese e del sistema bancario; quest'ultimo ha migliorato la dotazione patrimoniale.

Il flusso di risparmio finanziario delle famiglie è aumentato. La ricchezza finanziaria netta è cresciuta dell'8,3 per cento nel 2004, soprattutto in seguito all'incremento dei corsi delle azioni; si è situata su un livello di 2.700 miliardi, pari a 2,9 volte il reddito disponibile. Le famiglie, nelle loro scelte finanziarie, hanno privilegiato attività liquide e a basso rischio, come depositi bancari e postali, titoli pubblici e obbligazioni bancarie. Hanno ceduto obbligazioni emesse da imprese, il cui peso sul totale delle attività è tuttavia rimasto sostanzialmente invariato. Dal lato del passivo, hanno continuato ad accrescere il loro indebitamento, in particolare nella forma di mutui immobiliari, traendo vantaggio dalle condizioni favorevoli di finanziamento. L'attuale livello dei debiti finanziari delle famiglie, pur se in forte crescita, resta in rapporto al prodotto molto inferiore a quanto registrato negli altri paesi industriali. Una quota molto alta del debito è tuttavia a tassi di interesse variabili; ciò espone i detentori al rischio di rialzi dei rendimenti.

La redditività operativa delle imprese italiane è rimasta nel 2004 sostanzialmente invariata rispetto ai livelli, non elevati, del 2003. Il fabbisogno finanziario è stato contenuto, in presenza di una flessione degli oneri finanziari, che ha favorito l'autofinanziamento, e di un aumento modesto degli investimenti.

Nonostante la debolezza dell'attività economica registrata negli ultimi anni, le condizioni finanziarie delle imprese italiane rimangono solide, soprattutto in seguito al ridotto livello dei tassi di interesse e alla moderata dinamica dell'accumulazione di capitale. Il leverage delle imprese si è significativamente ridotto dalla prima metà degli anni novanta; dopo un lieve aumento tra il 2000 e il 2003, nell'ultimo anno è tornato a flettere. In rapporto al prodotto i debiti delle imprese sono inferiori a quelli registrati nell'area dell'euro. Gli oneri finanziari assorbono meno del 5 per cento del valore aggiunto, contro circa il 10 all'inizio degli anni novanta. Sono tuttavia in crescita le misure di dispersione delle condizioni finanziarie delle imprese; tra quelle che presentano un peso elevato dei debiti e degli oneri finanziari, è aumentata la quota delle imprese manifatturiere, caratterizzate negli ultimi anni da una minore redditività.

Le banche italiane hanno mantenuto condizioni di offerta di credito distese e tassi di interesse contenuti. La crescita del credito è stata alimentata soprattutto dalla forte domanda delle famiglie. Gran parte del nuovo credito erogato è connesso, direttamente o indirettamente, con il mercato immobiliare (mutui alle famiglie, prestiti alle imprese di costruzioni e alle società di servizi collegate all'attività immobiliare); i finanziamenti alle imprese manifatturiere hanno invece registrato un calo, concentrato in particolare nei settori dove l'attività produttiva è diminuita rispetto al 2003.

È stata particolarmente sostenuta la crescita dei prestiti affluiti al Mezzogiorno e di quelli destinati alle imprese di minore dimensione. Alla riduzione della domanda di finanziamenti bancari da parte delle grandi imprese ha contribuito l'ampio ricorso di alcune di esse al mercato obbligazionario.

L'allungamento delle scadenze del credito bancario, in atto da alcuni anni, è proseguito in tutti i settori produttivi, aree geografiche, classi dimensionali. Alla crescente domanda di finanziamenti a lungo termine hanno contribuito, oltre alla struttura dei tassi di interesse, le operazioni di ristrutturazione del debito bancario di società in condizioni finanziarie meno solide.

La qualità del credito bancario non ha risentito della debolezza dell'economia. Sono stati iscritti a sofferenza prestiti pari allo 0,9 per cento dei crediti complessivi, un valore analogo a quello del 2003 al netto degli effetti che in quell'anno derivarono dal dissesto del gruppo Parmalat. I finanziamenti facenti capo a clienti in temporanea difficoltà si sono ridotti. La redditività bancaria è cresciuta. Sono soprattutto diminuite le svalutazioni su crediti, che erano aumentate in misura cospicua l'anno precedente. A dicembre del 2004, il patrimonio di vigilanza del sistema bancario italiano, su base consolidata, era cresciuto del 7 per cento rispetto a un anno prima; il coefficiente di solvibilità era lievemente aumentato all'11,6

per cento (cfr. il capitolo della sezione E: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

Il ricorso ai collocamenti obbligazionari da parte delle imprese italiane, complessivamente ampio, ha interessato soprattutto le banche e alcune grandi imprese del settore dei servizi; è stato limitato il ricorso diretto al mercato da parte delle società di minore dimensione o con più basso merito di credito.

Sono migliorati significativamente i risultati di bilancio delle compagnie di assicurazione, anche se la raccolta premi è aumentata a un ritmo inferiore a quello registrato negli anni precedenti.

Dall'estate del 2004 nell'area dell'euro si è avviato un rialzo degli indici di borsa, proseguito fino all'aprile 2005, quando si è registrata una inversione. L'andamento dei corsi è stato favorito sia dalla flessione dei tassi di interesse reali a lungo termine, sia da una riduzione del grado di avversione al rischio degli operatori, desumibile dall'andamento dei prezzi delle opzioni; non vi ha corrisposto un miglioramento delle previsioni di crescita degli utili delle società quotate dell'area, che in questo periodo non hanno registrato variazioni significative o sono state riviste al ribasso.

In Italia, l'apprezzamento dei titoli azionari è stato superiore a quello registrato negli altri principali mercati. Vi hanno concorso soprattutto i rialzi nei comparti delle telecomunicazioni e dell'elettricità che, dato l'elevato indebitamento, hanno beneficiato in modo particolare del basso livello dei tassi di interesse e di operazioni di riassetto societario. L'andamento favorevole dei corsi si è associato a una ripresa solo modesta delle operazioni di prima quotazione in borsa e a una flessione del valore del capitale complessivamente raccolto dalle società già presenti sul listino e da quelle di nuova quotazione.

LA POLITICA MONETARIA

I tassi di interesse e il cambio

I tassi d'interesse a breve termine. – Nel 2004 le attese di crescita economica nell'area dell'euro sono divenute più incerte. Il moderato rafforzamento della congiuntura avviatosi nel 2003 è proseguito nella prima metà dell'anno, beneficiando dell'espansione dell'economia mondiale. Dall'estate, l'aumento dei corsi petroliferi e la decelerazione dell'attività economica globale hanno esercitato un effetto negativo sulle prospettive di ripresa. Nell'ultimo trimestre a tali fattori si è aggiunto l'apprezzamento dell'euro nei confronti delle principali valute.

L'inflazione al consumo, dopo essere scesa nei primi mesi dell'anno, è successivamente salita poco al di sopra del 2 per cento. Il progressivo deterioramento delle attese di crescita e il rafforzamento del cambio, associati a una dinamica moderata del costo del lavoro, hanno contribuito a contenere le aspettative d'inflazione al di sotto del 2 per cento, nonostante il rincaro delle materie prime energetiche (cfr. il capitolo della sezione B: *I prezzi, i costi e la competitività*).

In questo quadro il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha mantenuto condizioni monetarie espansive, lasciando invariato il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali al 2,0 per cento, fissato nel giugno del 2003 (fig. D1).

Nei primi mesi del 2005 il quadro congiunturale è rimasto debole. Le previsioni sulla crescita del prodotto nell'area, formulate dagli organismi internazionali, sono state riviste al ribasso. L'inflazione al consumo si è mantenuta prossima al 2 per cento, nonostante le pressioni sui prezzi esercitate dal nuovo rincaro del petrolio, in parte attenuato dal rafforzamento del cambio dell'euro; alla fine del primo trimestre del 2005 le quotazioni in euro del greggio si situavano intorno ai livelli del 2000, quelle in dollari erano notevolmente aumentate.

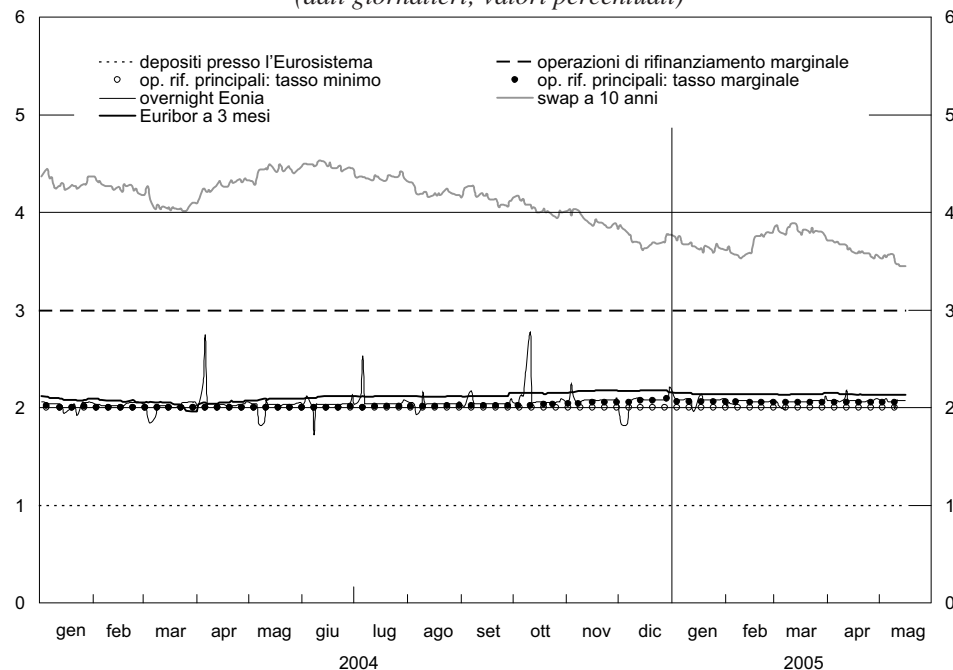
L'evidenza degli ultimi tre decenni mostra che un'elevata credibilità della politica monetaria, influenzando le attese sulla crescita dei prezzi nel medio periodo, rende più contenuti e meno persistenti gli effetti di uno shock petrolifero sui prezzi al consumo, limitando le pressioni al rialzo sull'inflazione attesa e sul costo unitario del lavoro. Nell'area dell'euro le aspettative d'inflazione non sembrano aver risentito del recente rincaro del pe-

trolio, suggerendo che l'obiettivo di stabilità dei prezzi della politica monetaria unica gode di elevata credibilità. L'indagine trimestrale Survey of Professional Forecasters dell'aprile 2005, condotta dalla BCE, indica che le attese degli operatori sull'inflazione al consumo nell'area dell'euro per il 2005 e il 2006 sono stabilmente al di sotto del 2 per cento, mentre le aspettative d'inflazione a più lungo termine (cinque anni) sono rimaste invariate all'1,9 per cento per la quattordicesima indagine consecutiva. I dati più recenti indicano inoltre che la crescita dei salari nell'area dell'euro rimane moderata: nel quarto trimestre del 2004 le retribuzioni contrattuali sono cresciute del 2,2 per cento sul corrispondente periodo dell'anno precedente, in linea con i valori del quarto trimestre 2003.

Fig. D1

TASSI D'INTERESSE UFFICIALI E DEI MERCATI MONETARIO E FINANZIARIO NELL'AREA DELL'EURO

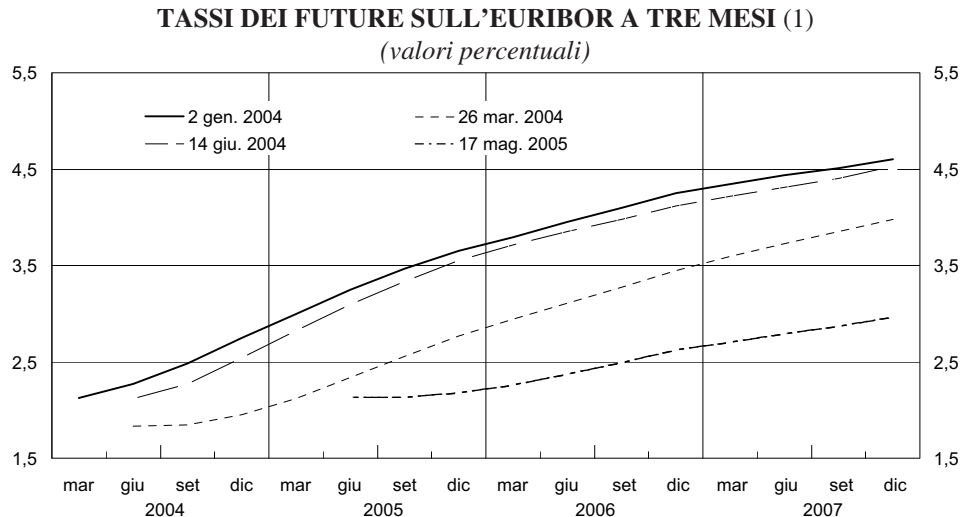
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

Riflettendo l'andamento dei tassi ufficiali, nel corso del 2004 i saggi d'interesse a tre mesi sono rimasti stabili attorno al 2,1 per cento. Le aspettative sull'evoluzione della politica monetaria, desumibili dalla struttura a termine dei rendimenti, hanno riflesso i mutamenti del quadro congiunturale (fig. D2). Nei primi mesi dell'anno la curva dei rendimenti si è progressivamente spostata verso il basso; nella primavera è risalita, seguendo il moderato aumento dei prezzi al consumo provocato dal rincaro dei prodotti petroliferi; essa è tornata ad abbassarsi dalla metà di giugno, per effetto del deterioramento delle prospettive di crescita. Nell'ultima parte dell'anno la debolezza della congiuntura ha determinato un ulteriore spostamento in avanti delle attese di un ritorno a una politica monetaria meno accomodante. Alla fine dell'anno le aspettative indicavano tassi sostanzialmente invariati per tutto il 2005.

Fig. D2



Fonte: Reuters.

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

I rendimenti impliciti nei prezzi dei contratti future sugli eurodepositi a tre mesi riflettono non solo le aspettative sull'andamento futuro dei tassi di interesse del mercato monetario, ma anche i premi per il rischio richiesti dagli investitori. Secondo un'analisi econometrica per i paesi dell'area, negli ultimi tredici anni la differenza tra il rendimento implicito e il tasso d'interesse a pronti successivamente realizzato ("eccesso di rendimento") risulta in media positiva e maggiore per gli orizzonti di previsione più lontani; essa è intorno a 0,25 e 0,7 punti percentuali, rispettivamente, su orizzonti di sei e di dodici mesi. Inoltre, l'eccesso di rendimento varia nel tempo ed è correlato con il ciclo economico. Nelle fasi espansive esso è in media pari a 0,4 e 1,1 punti, rispettivamente, su orizzonti a sei e dodici mesi; in quelle di minore crescita economica si riduce, rispettivamente, a 0,2 e 0,4 punti.

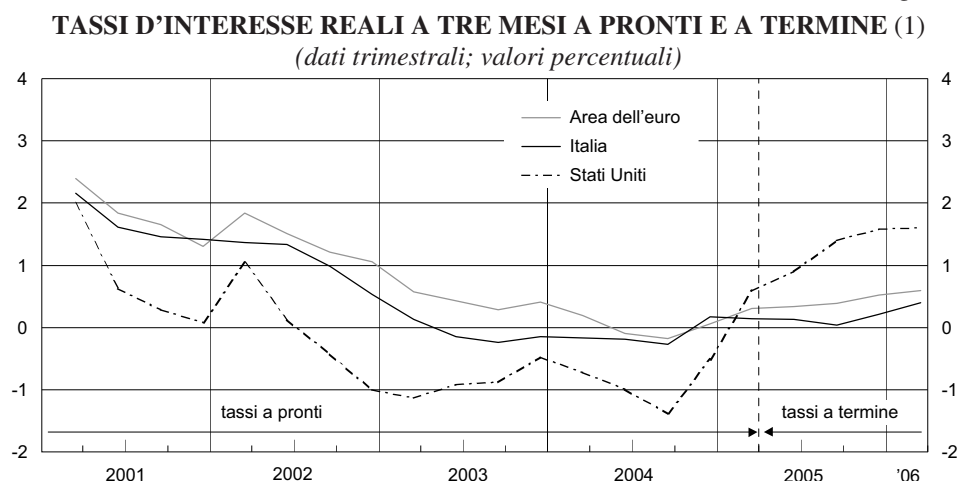
Depurando i rendimenti dei contratti future dalla componente ciclica dell'eccesso di rendimento, stimato in tempo reale sulla base di indicatori congiunturali, si ottengono indicazioni più accurate sull'evoluzione futura dei tassi a breve termine (caratterizzate da un errore quadratico medio inferiore di circa 0,05 e 0,30 punti percentuali, rispettivamente per gli orizzonti a sei e dodici mesi). Alla fine di marzo 2005 i contratti future delineavano, in assenza di correzione, un aumento di 0,25 punti entro il prossimo giugno e di 0,50 entro la fine dell'anno; al netto dell'eccesso di rendimento essi segnalano invece attese di tassi a breve termine stabili per tutto il 2005.

In termini reali, il tasso di interesse a breve termine in euro nei primi tre trimestri del 2004 è diminuito per effetto del moderato aumento delle aspettative d'inflazione (fig. D3), raggiungendo valori lievemente negativi. Successivamente si è riportato su valori pressoché nulli. In Italia si è mantenuto in media poco al di sotto dello zero.

I rendimenti a lungo termine. – I tassi di interesse a lungo termine si sono ridotti nel corso dell'anno, pur con andamenti alterni. I rendimenti degli swap

d'interesse a dieci anni in euro, in lieve calo nei primi tre mesi, sono risaliti nel secondo trimestre, fino a un massimo del 4,5 per cento in giugno (fig. D1). Dall'estate, con il profilarsi di segni di deterioramento della congiuntura, sono progressivamente diminuiti, attestandosi al 3,8 per cento alla fine del 2004.

Fig. D3



Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Economics.

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

Le aspettative di minore crescita nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti si sono riflesse in un aumento del differenziale tra i rendimenti sugli swap d'interesse in dollari e quelli in euro da 0,2 punti percentuali in gennaio a un punto in dicembre.

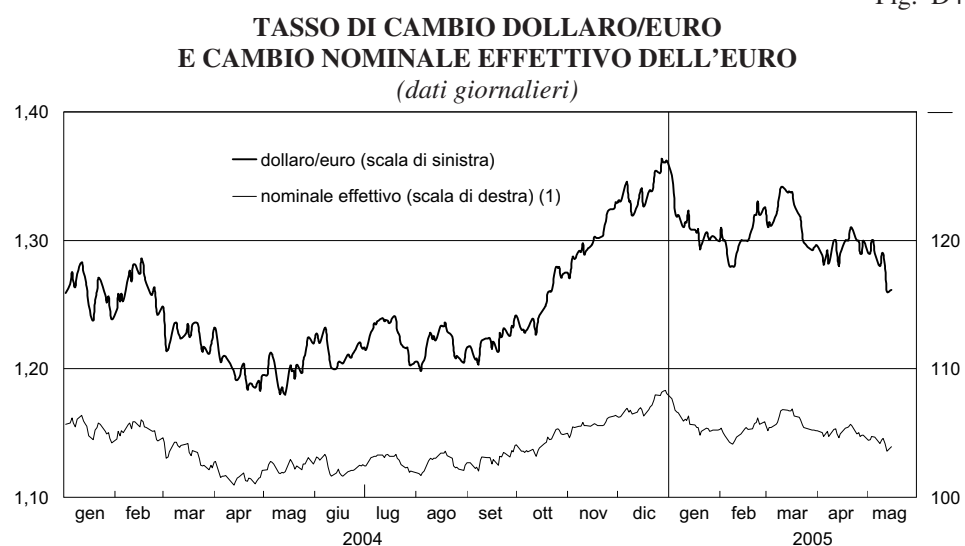
La flessione dei tassi di interesse reali a lungo termine è stata simile a quella dei corrispondenti tassi nominali. Il rendimento dei titoli di Stato decennali francesi indicizzati ai prezzi al consumo dell'area, che alla fine del 2003 si collocava attorno al 2,0 per cento, scendeva all'1,2 per cento alla fine dell'anno.

Dal 2000 al 2004 i rendimenti nominali a lungo termine sui titoli di Stato in euro e in dollari si sono ridotti, rispettivamente, dal 5,7 al 3,7 per cento e dal 6,7 al 4,2. A tale tendenza hanno contribuito il basso livello dell'inflazione e la sua minore variabilità, che hanno contenuto le attese di aumento dei prezzi e il premio per il rischio d'inflazione. I rendimenti sono diminuiti anche in termini reali. Nell'area dell'euro la flessione ha risentito del peggioramento delle prospettive economiche; in questo quinquennio le attese di crescita di lungo periodo desunte dal sondaggio Consensus Forecasts sono scese dal 2,7 al 2,0 per cento. Negli Stati Uniti il calo dei rendimenti, in un quadro di crescita ancora sostenuta, ha verosimilmente riflesso l'aspettativa, diffusa tra gli operatori, che le condizioni monetarie sarebbero state a lungo mantenute accomodanti. Ciò è confermato dal fatto che circa il 40 per cento della riduzione dei rendimenti a lungo termine rispetto alla media del periodo 1995-99 è attribuibile al calo dei tassi sulle scadenze più brevi (fino a due anni), maggiormente influenzate dalla politica monetaria.

Nei primi quattro mesi del 2005 l'evoluzione dei rendimenti in euro a lungo termine ha riflesso segnali contrastanti dal lato della congiuntura; i tassi d'interesse, saliti dalla metà di febbraio alla fine di marzo, sono successivamente diminuiti, attestandosi al 3,4 per cento alla metà di maggio. I tassi hanno registrato un andamento analogo negli Stati Uniti; il differenziale di interesse con l'area è però ulteriormente aumentato (1,1 punti percentuali in maggio), anche per effetto del diffondersi di timori sull'evoluzione dell'inflazione in quel paese.

Il cambio. – Nel corso del 2004 il cambio dell'euro si è rafforzato. L'apprezzamento è stato cospicuo nei confronti del dollaro (7,8 per cento), più modesto rispetto allo yen (3,4 per cento) e sostanzialmente nullo in relazione alla sterlina. Il rafforzamento in termini nominali effettivi è stato del 2,1 per cento (fig. D4).

Fig. D4



Fonte: BCE

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

L'evoluzione del cambio è stata caratterizzata da due fasi. Nella prima parte dell'anno l'euro si è indebolito nei confronti delle principali valute. Al deprezzamento in termini effettivi registrato in questo periodo hanno contribuito, in uguale misura, gli andamenti nei confronti del dollaro, della sterlina inglese e delle valute asiatiche. Tale dinamica avrebbe riflesso un miglioramento della congiuntura internazionale più marcato rispetto a quello dell'area. L'euro è tornato a rafforzarsi nell'ultima parte del 2004. L'apprezzamento è risultato particolarmente accentuato nei confronti del dollaro, che ha risentito dei rinnovati timori degli operatori per la persistenza e l'ampliamento del disavanzo di parte corrente negli Stati Uniti (cfr. il capitolo della sezione A: *I flussi commerciali e finanziari internazionali*).

Nel 2004 l'apprezzamento dell'euro si è accompagnato ad afflussi netti di capitali per investimenti diretti e di portafoglio pari a 20,7 miliardi di euro (48,8 miliardi nel 2003; cfr. il capitolo della sezione B: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero dell'Italia*). Il calo rispetto all'anno precedente è il risultato di deflussi netti per investimenti diretti (-47,9 miliardi contro afflussi pari a 5,4 nel 2003), compensati dai maggiori afflussi netti per investimenti di portafoglio (68,6 miliardi di euro contro 43,4 nel 2003).

Nella prima parte del 2005 il cambio dell'euro in termini effettivi nominali ha registrato oscillazioni che hanno rispecchiato principalmente le fluttuazioni nei confronti del dollaro; alla metà di maggio esso risultava deprezzato del 3,9 per cento rispetto all'inizio dell'anno. In questo periodo l'andamento della valuta statunitense ha riflesso l'ampliamento del differenziale d'interesse a lungo termine con i rendimenti in euro e la diffusione di dati contrastanti sullo stato della congiuntura di quella economia. In alcune fasi ad accentuare la volatilità del dollaro avrebbero inoltre contribuito le notizie che segnalavano l'intenzione delle banche centrali asiatiche di diversificare la composizione valutaria delle proprie riserve.

La moneta e il credito

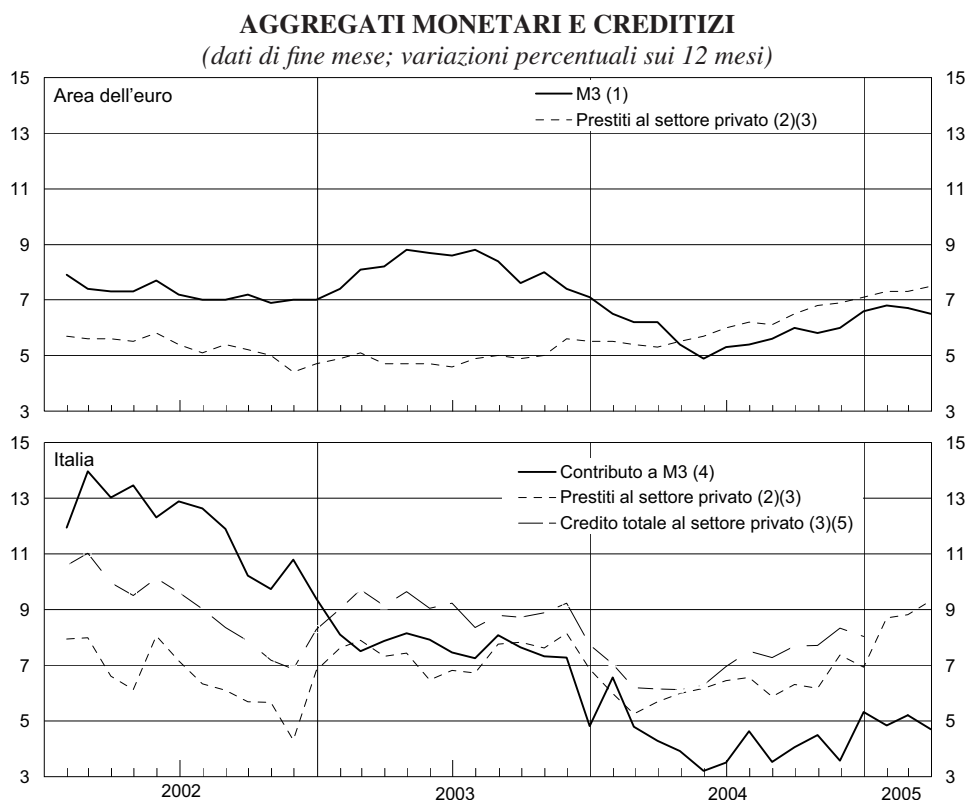
L'area dell'euro. – Nel 2004 la crescita della moneta M3 è proseguita a ritmi inferiori a quelli, elevati, del 2003; alla fase di riduzione registrata sino all'estate è seguita una progressiva ripresa. Il tasso di incremento sui dodici mesi, sceso al 4,9 per cento in maggio, si è collocato in dicembre al 6,6 per cento (fig. D5).

L'andamento della moneta ha riflesso fattori contrastanti. Nella prima parte dell'anno la riduzione dell'incertezza sui mercati finanziari (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*) ha favorito la ricomposizione dei portafogli a favore di strumenti finanziari a più lungo termine e più rischiosi, con il conseguente rallentamento delle componenti più liquide e delle quote di fondi comuni monetari, in rapida espansione negli anni precedenti. Per contro, la riduzione del differenziale tra il tasso di interesse a lungo termine e quello a breve ha continuato ad alimentare la domanda di strumenti monetari, determinando a partire dall'estate una accelerazione dei depositi a scadenza e dei pronti contro termine.

La prolungata crescita della moneta negli ultimi anni ha determinato un ampio accumulo di attività liquide. Nell'area, il rapporto tra la moneta M3 e il PIL si è portato, alla fine del 2004, all'87 per cento, tredici punti in più rispetto all'avvio della terza fase della UEM nel 1999. L'aumento della liquidità riflette in parte una modifica della struttura dei portafogli delle

famiglie a favore dei fondi comuni monetari, dopo il forte calo delle quotazioni azionarie del 2001. Il grado di liquidità del portafoglio finanziario delle famiglie (espresso dal rapporto tra circolante, depositi a vista, altre forme di deposito e le attività finanziarie lorde totali), pur aumentato negli ultimi anni, non è però particolarmente elevato: sulla base dei conti finanziari, alla fine del 2003 esso si collocava al 33,2 per cento, al di sotto del valore raggiunto alla metà degli anni novanta (39,4 per cento). Nel periodo più recente, a sospingere la dinamica della moneta ha contribuito in misura considerevole l'accelerazione della domanda da parte di soggetti diversi dalle famiglie, in particolare di società finanziarie non bancarie (imprese di assicurazione, fondi pensione, fondi comuni, società di leasing, di factoring e società veicolo di cartolarizzazione).

Fig. D5



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

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

Tra il 1998 e il 2004 il rapporto tra la moneta M3 e il PIL è aumentato al ritmo medio annuo del 2,7 per cento, di gran lunga superiore a quanto registrato tra il 1980 e il 1998 (0,4 per cento circa); una scomposizione settoriale della domanda di attività monetarie mostra che la crescita del rapporto tra M3 e PIL ha coinciso con una riduzione del peso dei depositi delle famiglie e un aumento di quello delle società finanziarie non

bancarie. Si può stimare che la quota di strumenti monetari detenuta dalle famiglie si è ridotta di oltre cinque punti percentuali tra il 1998 e il 2004, mentre quella delle società finanziarie non bancarie è aumentata di circa sei. I depositi di questi intermediari sono stati la componente più dinamica tra le attività monetarie, con un tasso di crescita annuo intorno al 10 per cento; tale andamento ha contribuito per oltre un terzo all'espansione del rapporto tra la moneta M3 e il PIL.

La crescita del circolante nel 2004 è rimasta sostenuta, pari al 17,0 per cento sui dodici mesi a dicembre, proseguendo nella tendenza in atto dall'introduzione del contante in euro (gennaio 2002). Alla fine dell'anno la consistenza di biglietti e monete superava di circa il 17 per cento quella implicita nella tendenza di lungo periodo (stimata dal 1980).

La domanda di circolante in euro da parte di soggetti non residenti nell'area (soprattutto residenti nei paesi di più recente adesione alla UE e in altri paesi dell'Europa dell'Est) potrebbe avere determinato un innalzamento strutturale nella domanda di banconote rispetto al passato. Dalle statistiche disponibili si può evincere che la componente estera della domanda di circolante è aumentata dal 9 per cento del 2003 al 10-15 per cento nel 2004.

Nel 2004 il valore delle banconote in circolazione è passato da 436 a 501 miliardi di euro. Nell'ultimo biennio l'aumento della consistenza di biglietti è attribuibile soprattutto a banconote di taglio molto elevato: per circa la metà è dovuto a quella da 500 euro, mentre il contributo dei tagli più piccoli (5, 10 e 20 euro) è pressoché nullo. La domanda di banconote di taglio elevato riflette verosimilmente un accresciuto utilizzo dell'euro come riserva di valore piuttosto che una domanda per le transazioni al dettaglio. Questa ipotesi è avvalorata dall'assenza di stagionalità nella circolazione dei tagli da 200 e 500 euro, presente invece nei biglietti più piccoli.

Il basso livello dei tassi di interesse sui finanziamenti bancari ha favorito un graduale aumento della crescita dei prestiti al settore privato nell'area dell'euro (dal 5,5 per cento di dicembre 2003 al 7,1 per cento nello stesso mese del 2004; cfr. il capitolo: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*).

L'Italia. – La componente italiana della M3, al netto del circolante, ha rallentato nel primo trimestre, per poi crescere a un ritmo relativamente stabile. In dicembre la crescita sui dodici mesi si è collocata al 5,3 per cento. L'andamento ha riflesso l'aumento dei depositi bancari, a fronte di una riduzione delle quote di fondi comuni monetari.

La domanda di circolante in Italia non è più direttamente misurabile dopo l'introduzione delle banconote e monete in euro. Un ordine di grandezza approssimativo può essere ottenuto cumulando, dal gennaio 2002, i flussi di banconote in euro emesse dalle Filiali

della Banca d'Italia, al netto di quelle ritirate; il valore così ottenuto non tiene conto delle banconote trasferite al di fuori dei confini nazionali o affluite dall'estero. L'andamento di questo indicatore risulta sostanzialmente in linea con quello del circolante dell'area. Nel 2004 l'espansione è rimasta elevata (13,6 per cento contro 19,7 nel 2003). Come nel resto dell'area, gran parte della crescita deriva dai tagli più elevati; vi hanno concorso per circa la metà i biglietti da 100 e 500 euro, mentre il contributo di quelli più piccoli (da 5, 10 e 20 euro) è risultato lievemente negativo. Ciò indica che anche nel nostro paese una parte significativa dell'espansione del circolante è motivata dalla domanda di riserva di valore. In particolare, si registra una correlazione positiva tra il peso delle banconote di taglio elevato nelle emissioni complessive e la quota delle unità di lavoro irregolari sul totale delle unità rilevate dall'Istat a livello regionale.

La crescita del credito al settore privato è lievemente aumentata (dal 7,0 per cento sui dodici mesi in gennaio all'8,0 in dicembre; tavv. D1 e aD7). Ciò ha riflesso soprattutto l'accelerazione dei prestiti bancari (dal 6,0 al 6,9 per cento) e dei finanziamenti dall'estero (dal 2,6 al 7,0 per cento); le emissioni di obbligazioni sull'interno hanno continuato a crescere a ritmi cospicui.

Tav. D1

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

Periodo	Credito totale (2)				
	di cui: al settore privato (3)				Dall'estero
		Prestiti bancari	Obbligazioni sull'interno		
<i>Tassi di crescita sui 12 mesi</i>					
2002 – dic.	5,5	8,3	6,8	39,9	8,9
2003 – dic.	5,1	7,7	6,9	45,6	2,7
2004 – gen.	4,9	7,0	6,0	45,4	2,6
feb.	4,7	6,2	5,3	43,0	1,4
mar.	4,7	6,2	5,7	36,6	0,6
apr.	4,5	6,1	6,0	29,1	0,8
mag.	4,9	6,3	6,2	28,7	1,0
giu.	5,2	7,0	6,4	38,4	0,7
lug.	5,4	7,5	6,6	33,0	4,2
ago.	5,3	7,3	5,9	33,9	5,6
set.	5,4	7,7	6,3	34,8	5,8
ott.	4,9	7,7	6,2	35,2	6,3
nov.	5,2	8,3	7,4	30,3	5,5
dic.	5,4	8,0	6,9	25,5	7,0
2005 – gen.	(6,1)	(9,8)	8,7	....	....
feb.	(5,7)	(9,0)	8,8	....	....
mar.	(6,1)	(9,8)	9,3	....	....
<i>Quote percentuali sulla consistenza totale</i>					
2004 – dic.	100,0	50,5	38,5	3,4	8,6

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti; i valori in parentesi sono stimati. – (2) Somma del debito delle Amministrazioni pubbliche e del credito totale al settore privato. – (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.

La gestione della politica monetaria nell'area dell'euro

Nel marzo 2004 sono entrate in vigore diverse modifiche all'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema (cfr. il riquadro: *Modifiche all'assetto operativo della politica monetaria dell'Eurosistema* in *Bollettino Economico*, n. 42, 2004). Le innovazioni rispondono all'esigenza di evitare che, in presenza di aspettative di riduzione imminente dei tassi ufficiali di riferimento, si determini una domanda di liquidità in asta inferiore a quella offerta (*underbidding*), come più volte avvenuto nel 2003, con conseguenti indesiderate oscillazioni dei rendimenti a brevissimo termine.

L'inizio del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria (in precedenza il giorno 24 di ciascun mese) è stato spostato, facendolo coincidere con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione di inizio mese del Consiglio direttivo, in cui si decide l'orientamento della politica monetaria. La decorrenza delle variazioni dei tassi ufficiali (in precedenza fissata nel giorno successivo alla riunione del Consiglio) è stata spostata alla stessa data. Inoltre, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali è stata ridotta da quattordici a sette giorni; poiché queste operazioni hanno luogo ogni settimana quest'ultima modifica evita la sovrapposizione di due di esse. Questi provvedimenti impediscono che le condizioni di finanziamento possano variare nel corso di uno stesso periodo di mantenimento, eliminando l'incentivo all'underbidding. La BCE ha infine deciso di comunicare al mercato con maggiore frequenza le previsioni sul valore medio dei fattori autonomi (banconote in circolazione, depositi delle Amministrazioni pubbliche e attività nette sull'estero) e l'importo di riferimento delle operazioni di rifinanziamento principali. Ciò ha ulteriormente ridotto la possibilità di underbidding. Le controparti hanno rapidamente adeguato il proprio comportamento in asta al forte incremento degli importi medi di aggiudicazione risultante dalla diminuzione della durata delle operazioni. La necessità di stanziare un più elevato valore di attività come garanzia non ha ostacolato il ricorso alle operazioni.

Nel 2004 la liquidità media giornaliera fornita dall'Eurosistema attraverso le operazioni di rifinanziamento principali è salita a 242 miliardi di euro (198 nel 2003; tav. D2). La crescita ha riflesso la dinamica dei fattori autonomi di utilizzo della base monetaria, in particolare il cospicuo aumento della domanda di circolante. Le riserve in eccesso sono risultate pari in media allo 0,48 per cento della riserva obbligatoria nell'area e allo 0,40 per cento in Italia. Il rapporto tra quantità assegnata e domandata in asta è, in media, leggermente aumentato (79,8 per cento dal 74,4 nel 2003).

La quota assegnata in asta alle controparti italiane è cresciuta (5,9 per cento del totale dei fondi offerti, dal 4,0 nel 2003): vi avrebbe contribuito l'ampliarsi del differenziale tra tasso overnight (Eonia) e tasso medio di aggiudicazione sulle operazioni di rifinanziamento principali (pari a 5,3 centesimi nel 2004 contro 0,3 nell'anno precedente). Negli ultimi anni la domanda in asta degli intermediari italiani è risultata strettamente connessa

INDICATORI DEL MERCATO MONETARIO*(dati medi per il periodo indicato)*

Voci	2002	2003	2004	1° gen. - 10 mag. 2005
Operazioni di rifinanziamento principali				
Volumi (mld. euro) (1)				
Area dell'euro	132,0	197,5	241,6	275,5
Italia	7,9	8,0	14,2	17,5
Quota Italia (2)	6,1	4,0	5,9	6,3
Offerta/domanda (3)	59,3	74,4	79,8	82,7
Numero di partecipanti per asta				
Area dell'euro	307	267	339	340
Italia	18	14	17	18
Differenziale Eonia (4).....	9,0	11,3	6,4	6,8
Volatilità del differenziale Eonia (5)	13,0	15,3	9,1	2,8
Riserve in eccesso (6)				
Area dell'euro	0,61	0,52	0,48	0,55
Italia	0,43	0,44	0,40	0,39
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine				
Volumi (mld. euro) (7)				
Area dell'euro	54,8	45,0	70,2	83,5
Italia .....	..	0,1	0,5	0,9
Numero di partecipanti per asta				
Area dell'euro	186	130	159	151
Italia	3	1	2	2
Operazioni su iniziativa delle controparti (8)				
Rifinanziamento marginale				
Area dell'euro	0,22	0,21	0,16	0,11
Italia	0,04	0,03	0,04	..
Depositi overnight				
Area dell'euro	0,16	0,18	0,14	0,07
Italia	0,08	0,05	0,05	0,03

(1) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni di rifinanziamento principali. – (2) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. – (3) Rapporto percentuale fra quantità assegnata e domandata nell'area. – (4) Media giornaliera del valore assoluto del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (5) Deviazione standard del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (6) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso; media di dati giornalieri nei periodi di mantenimento terminanti nell'anno. – (7) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni a più lungo termine. – (8) In percentuale dell'obbligo di riserva.

con questo differenziale, che misura la convenienza relativa dell'approvvigionamento in asta rispetto a quello sul mercato interbancario.

Il numero medio dei partecipanti alle aste nel corso del 2004 è cresciuto, rispetto all'anno precedente, sia nell'area (da 267 a 339) sia in Italia (da 14 a 17). Tale aumento può aver risentito, oltre che della maggiore convenienza a partecipare all'asta, della minore durata delle operazioni di rifinanziamento principali (da due a una settimana), che richiede agli operatori che preferiscono rifinanziarsi in asta in maniera continuativa di partecipare a ogni operazione.

Nel 2004 i tassi di interesse a brevissimo termine si sono allineati a quelli sulle operazioni di politica monetaria. Lo scarto medio tra il tasso Eonia e il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali si è ridotto a 6 centesimi in valore assoluto (11 nel 2003); rispetto all'anno precedente è diminuita anche la volatilità, da 15 a 9 centesimi. A ciò ha contribuito il prevalere di condizioni ordinate di liquidità alla fine del periodo di mantenimento, anche in seguito a più frequenti operazioni di *fine-tuning*.

Nel nuovo assetto operativo l'ultima operazione di rifinanziamento ha luogo otto giorni prima della chiusura del periodo di mantenimento (in precedenza tale intervallo era variabile e in media pari a cinque giorni). La necessità di prevedere il fabbisogno di liquidità per un orizzonte temporale più lungo aumenta la possibilità di sviluppi imprevisti nella dinamica dei fattori autonomi. Nella seconda parte dell'anno, l'emergere di squilibri di liquidità alla fine del periodo ha indotto la BCE a intervenire più frequentemente con operazioni di fine-tuning. Dal maggio 2004 la BCE ha condotto sei operazioni di questa natura, tre delle quali volte a immettere liquidità nel sistema, le rimanenti ad assorbirla.

In seguito alle accresciute necessità di liquidità da parte del sistema bancario dell'area dell'euro, l'ammontare di fondi distribuiti mediante ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine è stato aumentato da 15 a 25 miliardi di euro nel gennaio 2004 e a 30 miliardi all'inizio del 2005. La consistenza media giornaliera dei fondi distribuiti attraverso tali operazioni nel corso del 2004 è conseguentemente cresciuta (70 miliardi di euro contro 45 nel 2003). In media hanno partecipato a queste operazioni 159 banche dell'area (130 nel 2003). Il ricorso da parte delle banche italiane al finanziamento a lungo termine è risultato pressoché nullo, come negli anni precedenti; ciò riflette anche la più pronunciata variabilità del loro fabbisogno di liquidità che rende preferibile il finanziamento a breve termine.

Nel 2004 il ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti nell'area è stato complessivamente limitato; le consistenze del rifinanziamento marginale e dei depositi overnight sono state, rispettivamente, pari in media allo 0,16 e allo 0,14 per cento dell'obbligo di riserva. In Italia l'utilizzo di tali operazioni è risultato ancora più contenuto, pari rispettivamente allo 0,04 e allo 0,05 per cento dell'obbligo di riserva.

IL RISPARMIO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE E IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE

In presenza di un aumento dei consumi più contenuto di quello del reddito disponibile, nel 2004 il flusso di risparmio finanziario delle famiglie italiane è lievemente salito, al 5,5 per cento del PIL (dal 5,3 del 2003; tav. D3). Negli ultimi due anni il rapporto tra risparmio finanziario e prodotto si è mantenuto al di sotto dei valori registrati nel biennio precedente, riflettendo principalmente l'accresciuta preferenza accordata dalle famiglie all'investimento in abitazioni.

Tav. D3

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

Settori	2001	2002	2003	2004
Famiglie	101.001	89.979	68.815	73.716
di cui: <i>con l'estero</i>	22.005	-9.980	2.000	1.195
Società non finanziarie	-32.549	-43.078	-23.617	-7.494
di cui: <i>con l'estero</i>	7.532	5.010	22.058	13.549
Amministrazioni pubbliche	-38.875	-38.238	-39.081	-41.365
di cui: <i>con l'estero</i>	-10.820	-25.062	-61.365	-11.934
Istituzioni finanziarie monetarie	-8.965	9.938	34.391	20.171
di cui: <i>con l'estero</i>	-23.469	40.008	-20.182	31.202
Altri intermediari finanziari (2)	-14.209	-28.820	-37.654	-33.725
di cui: <i>con l'estero</i>	-2.737	-29.169	25.107	-52.421
Imprese di assicurazione (3)	-8.707	-3.161	-21.894	-24.518
di cui: <i>con l'estero</i>	5.184	5.813	13.341	5.193
Resto del mondo	2.305	13.381	19.041	13.216
	<i>In percentuale del PIL</i>			
Famiglie	8,3	7,1	5,3	5,5
Società non finanziarie	-2,7	-3,4	-1,8	-0,6
Amministrazioni pubbliche	-3,2	-3,0	-3,0	-3,1
Società finanziarie (4)	-2,6	-1,7	-1,9	-2,8
Resto del mondo	0,2	1,1	1,5	1,0
	<i>In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (5)</i>			
Famiglie	6,0	5,0	3,2	3,6
Società non finanziarie	-1,7	-2,5	-0,8	0,3
Amministrazioni pubbliche	-1,1	-1,1	-1,2	-1,5

(1) Per la definizione della 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) Include anche gli ausiliari finanziari. – (3) Include anche 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.

La ricomposizione del portafoglio finanziario delle famiglie a favore di strumenti caratterizzati da bassa rischiosità, iniziata nel 2000 in seguito all'avvio della tendenza decrescente dei valori di borsa, è proseguita, rafforzandosi. È aumentato il flusso di depositi e di obbligazioni bancarie ed è ripreso l'investimento in titoli pubblici, a fronte di cessioni nette di quote di fondi comuni e di azioni. L'indebitamento delle famiglie, principalmente finalizzato all'acquisto di abitazioni, ha accelerato per il terzo anno consecutivo. Permane basso nel confronto internazionale: il rapporto tra le attività e le passività finanziarie delle famiglie italiane è pari a 6,5, contro meno di 4 nell'area dell'euro.

La redditività operativa delle imprese non finanziarie in rapporto al valore aggiunto è rimasta stabile, su livelli contenuti rispetto alla seconda metà degli anni novanta. Gli oneri finanziari sono ulteriormente diminuiti per effetto sia della riduzione dei tassi di interesse sia dell'allungamento della scadenza media del debito, determinando una crescita dell'autofinanziamento. La quota degli investimenti finanziati con fonti interne è aumentata; il fabbisogno finanziario è diminuito. Il leverage (rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto ai valori di mercato) è sceso dal 43,3 al 41,8 per cento, valore inferiore di sette punti alla media degli anni novanta.

Negli ultimi anni il grado di dispersione delle condizioni finanziarie delle singole imprese è aumentato: al miglioramento registrato dalla media non ha fatto riscontro un'analogha tendenza per le aziende caratterizzate da maggiore peso del debito o degli oneri finanziari.

Alla fine del 2004 la consistenza lorda delle attività finanziarie complessive del Paese era pari a 9.600 miliardi (il doppio di quella del 1995) e a 7,1 volte il PIL. L'incremento rispetto alla metà dello scorso decennio è dovuto per più di tre quarti alla formazione di nuove attività e per il resto all'aumento di valore dei titoli, in particolare delle azioni e partecipazioni.

È nel contempo aumentata l'integrazione del nostro paese con i mercati finanziari internazionali; nell'ultimo decennio la quota delle attività finanziarie e quella delle passività nei confronti dei non residenti sono entrambe cresciute di circa tre punti percentuali, rispettivamente al 14 e 15 per cento.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

Nel 2004 il flusso del risparmio finanziario del settore delle famiglie (che comprende le famiglie consumatrici, le imprese individuali fino a 5 addetti e le istituzioni sociali private) è lievemente aumentato, al 5,5 per

cento del PIL, pari a 74 miliardi (69 miliardi nel 2003; tav. D4). Al netto della perdita di potere d'acquisto determinata dall'inflazione sulla consistenza delle attività finanziarie nette (1,9 per cento del PIL) il risparmio finanziario è stato pari al 3,6 per cento del prodotto (3,2 nel 2003).

Tav. D4

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

Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	Dicembre 2004	Composizione percentuale		2003	2004
		Dicembre 2003	Dicembre 2004		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi a vista	513.961	16,5	16,2	35.245	32.475
di cui: <i>depositi</i>	447.223	14,6	14,1	25.780	23.058
Altri depositi	308.164	10,2	9,7	5.016	14.913
<i>bancari</i>	83.530	3,1	2,6	-10.502	-1.960
<i>postali</i>	224.634	7,1	7,1	15.517	16.873
Titoli a breve termine	13.358	0,2	0,4	-26.523	6.032
Titoli a medio e a lungo termine	597.193	18,5	18,9	29.804	40.183
di cui: <i>pubblici</i>	210.690	6,6	6,7	-11.856	11.172
<i>di imprese</i>	48.769	1,5	1,5	20.294	-6.302
<i>bancari</i>	337.734	10,3	10,7	21.365	35.313
Quote di fondi comuni	303.012	11,2	9,6	16.311	-15.494
Azioni e partecipazioni	686.779	19,9	21,7	-6.616	-9.709
Attività sull'estero	206.779	6,9	6,5	2.000	1.195
di cui: <i>depositi</i>	1.360	0,2	0,0	-6.479	-5.329
<i>titoli a breve termine</i>	335	0,0	0,0	-90	50
<i>titoli a medio e a lungo termine</i> ..	88.103	3,1	2,8	5.148	-2.044
<i>azioni e partecipazioni</i>	76.727	2,5	2,4	-71	534
<i>quote di fondi comuni</i>	40.254	1,1	1,3	3.493	7.984
Riserve per premi di assicurazione (2)...	522.256	16,0	16,5	54.988	54.814
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	310.795	9,3	9,8	43.544	40.806
Altre attività (3)	15.831	0,5	0,5	-235	-135
Totale attività ...	3.167.333	100,0	100,0	109.990	124.274
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (4)	52.490	12,1	10,7	-1.204	-1.124
di cui: <i>bancari</i>	51.528	11,9	10,5	-1.368	-1.015
Debiti a medio e a lungo termine (5)	327.294	64,3	66,9	34.274	45.831
di cui: <i>bancari</i>	299.545	58,3	61,2	31.248	43.466
Altre passività finanziarie (6)	109.741	23,5	22,4	8.104	5.852
Totale passività ...	489.525	100,0	100,0	41.174	50.559
SALDO	2.677.808			68.816	73.715

(1) Famiglie consumatrici, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e imprese individuali fino a cinque 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 tecniche 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 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.

Nel 2003 il risparmio finanziario delle famiglie dell'area dell'euro si era collocato al 4,1 per cento del PIL, 0,6 punti in meno dell'anno precedente. Nei paesi anglosassoni, invece, l'aumento dell'indebitamento superava ancora il flusso di nuove attività finanziarie, proseguendo una tendenza in atto dal 1998 nel Regno Unito e dal 1999 negli Stati Uniti.

Nell'anno, l'incremento della consistenza delle attività finanziarie nette delle famiglie in Italia è stato cospicuo, dell'8,3 per cento, riconducibile per oltre la metà al maggior valore delle azioni e partecipazioni in portafoglio. La ricchezza finanziaria delle famiglie, al netto delle passività, nel 2003 era pari a circa 2,7 volte il reddito disponibile in Italia e nel Regno Unito, a 2,1 volte nel complesso dei paesi dell'area dell'euro e a 3 negli Stati Uniti.

Nel confronto internazionale anche la ricchezza complessiva netta delle famiglie italiane (che comprende attività reali e finanziarie) è elevata in rapporto al reddito disponibile. Nel 2002, secondo dati pubblicati dall'OCSE, essa era pari a oltre otto volte il reddito in Italia, dove è particolarmente alta l'incidenza delle attività reali (69 per cento del totale), contro cinque volte negli Stati Uniti, paese in cui invece prevale la componente finanziaria (54 per cento). In Francia e nel Regno Unito, dove la composizione della ricchezza delle famiglie è più simile a quella dell'Italia, il rapporto era pari rispettivamente a sei e a sette. In Germania la ricchezza complessiva netta era inferiore a cinque volte il reddito disponibile.

Le attività finanziarie. – Nel 2004 le famiglie hanno orientato gli investimenti finanziari verso strumenti caratterizzati da bassa rischiosità. Tra le attività sull'interno, hanno accresciuto il flusso dei depositi bancari e postali (38 miliardi) e quello delle obbligazioni bancarie (35 miliardi, contro 21 nel 2003; tav. D4); hanno inoltre effettuato acquisti netti di titoli pubblici (17 miliardi, contro cessioni per 38 nel 2003) e di prodotti assicurativi e previdenziali. Nel complesso, gli investimenti in depositi, obbligazioni bancarie e titoli pubblici italiani hanno rappresentato il 73 per cento del flusso di attività finanziarie, un valore notevolmente superiore alla media dell'ultimo decennio. Le famiglie hanno invece ceduto obbligazioni emesse da imprese, azioni e partecipazioni e quote di fondi comuni per complessivi 32 miliardi (contro acquisti netti per 30 nel 2003). Il peso di azioni, partecipazioni e quote di fondi comuni italiani sulla consistenza delle attività finanziarie è rimasto invariato, al 31 per cento.

È diminuito, a 1,2 miliardi, il flusso del risparmio finanziario investito in attività estere. Le famiglie hanno acquistato quote di fondi comuni esteri per 8 miliardi (3,5 nel 2003), ma hanno ridotto l'ammontare dei depositi e dei titoli a medio e a lungo termine. Nel complesso la quota di attività finanziarie estere sul totale è lievemente diminuita, al 6,5 per cento.

La composizione del portafoglio delle famiglie italiane, che negli anni novanta si caratterizzava per l'elevato peso del circolante, dei depositi e dei titoli pubblici, si è gradualmente avvicinata a quella degli altri paesi dell'area dell'euro. Tra il 1995 e il

2003 l'incidenza dei depositi e dei titoli obbligazionari detenuti direttamente è diminuita di venti punti percentuali (tav. D5). Il peso delle azioni e delle quote di fondi comuni è invece cresciuto, portandosi al di sopra della media dei paesi dell'area già dal 1998. Si è registrato un incremento delle attività verso società di assicurazione e fondi pensione, il cui peso rimane però inferiore alla media dell'area.

Tav. D5

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

Paesi e anni	Circolante e depositi	Obbligazioni	Azioni (2) e quote di fondi comuni	Altre attività (3)	Per memoria:		
					Attività finanziarie	Passività finanziarie	di cui: debiti finanziari
	<i>Quote percentuali sul totale</i>				<i>In rapporto al PIL</i>		
Francia							
1995	36,0	5,1	34,1	24,8	1,63	0,42	0,36
2000	27,3	1,9	43,4	27,4	2,17	0,46	0,37
2003	30,1	1,7	34,5	33,6	1,97	0,49	0,40
Germania							
1995	41,8	12,9	18,1	27,2	1,50	0,64	0,63
2000	34,0	10,0	27,0	29,1	1,79	0,74	0,73
2003	35,7	11,3	21,9	31,1	1,84	0,73	0,72
Italia							
1995	41,7	27,4	19,4	11,5	1,78	0,23	0,19
2000	24,5	18,4	44,5	12,6	2,37	0,30	0,23
2003	26,9	21,8	34,7	16,6	2,24	0,34	0,26
Spagna							
1996	46,7	3,3	34,1	14,9	1,51	0,43	0,33
2000	39,6	2,6	40,4	17,4	1,86	0,61	0,51
2003	40,6	2,8	37,6	18,9	1,78	0,72	0,64
Area dell'euro							
1995	39,4	13,4	23,4	23,8	1,59	0,46	0,42
2000	29,8	9,2	35,6	25,4	2,00	0,55	0,50
2003	33,2	10,3	28,0	28,4	1,91	0,59	0,54
Regno Unito							
1995	24,0	2,1	19,4	54,5	2,73	0,74	0,67
2000	20,3	1,3	22,5	55,9	3,33	0,78	0,72
2003	27,0	1,4	15,2	56,4	2,72	0,97	0,88
Stati Uniti (4)							
1995	13,7	9,1	46,8	30,4	2,91	0,69	0,66
2000	10,3	7,8	52,4	29,6	3,43	0,75	0,72
2003	13,0	7,5	49,3	30,2	3,10	0,87	0,84

Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Banca centrale europea per l'area dell'euro; Office for National Statistics, *United Kingdom National Accounts*, *The Blue Book* per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States* per gli Stati Uniti.

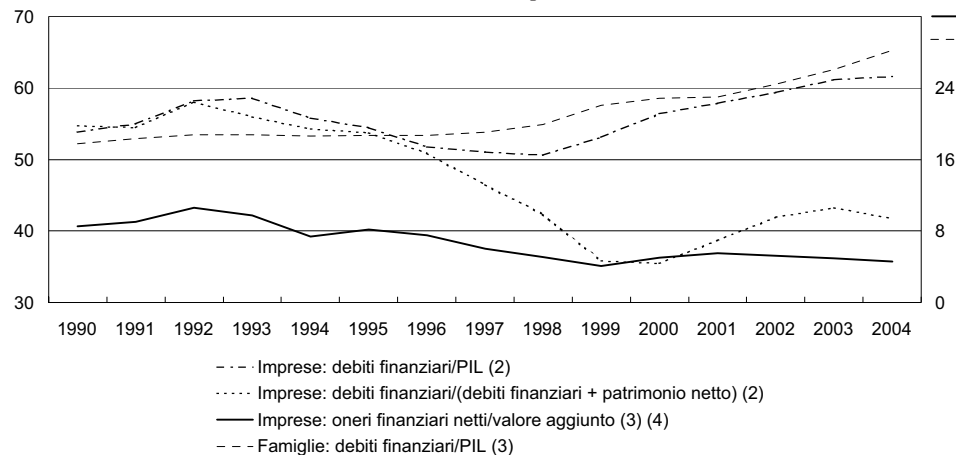
(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Comprendono anche le partecipazioni. - (3) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e altre partite minori. - (4) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro.

Resta ampia la differenza nella composizione delle attività finanziarie delle famiglie dell'area dell'euro, da un lato, e di quelle del Regno Unito e degli Stati Uniti, dall'altro. Nel 2003, nell'area il circolante, i depositi e i titoli di debito rappresentavano una quota pari al 44 per cento delle attività finanziarie, molto al di sopra dello stesso aggregato nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Azioni e quote di fondi comuni rappresentavano il 28 per cento nell'area, contro il 49 per cento circa per le famiglie americane. La rimanente parte della ricchezza finanziaria delle famiglie dell'area era costituita prevalentemente da prodotti assicurativi e previdenziali, la cui incidenza è cresciuta nell'ultimo decennio, pur rimanendo ancora molto inferiore al valore registrato nel Regno Unito (dove supera il 50 per cento).

Le passività finanziarie. – Nel 2004 i debiti finanziari delle famiglie sono cresciuti del 12,4 per cento (10,2 nel 2003), raggiungendo i 380 miliardi. L'espansione si è concentrata nella componente a medio e a lungo termine, sospinta dalla elevata domanda di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni (cfr. il capitolo: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*). Nonostante il forte aumento degli ultimi anni, l'indebitamento delle famiglie italiane è ancora contenuto rispetto agli altri paesi industriali: il rapporto tra debiti finanziari e PIL è pari al 28 per cento (fig. D6), contro il 54 nell'area dell'euro e oltre l'80 per cento negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Fig. D6

**INDEBITAMENTO DELLE FAMIGLIE
E DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE ITALIANE (1)**
(dati annuali; valori percentuali)



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

(1) Dal 1995 i dati si riferiscono alle nuove definizioni di strumenti e settori di attività economica introdotte dal SEC95. – (2) Scala di sinistra. Il patrimonio netto è ai valori di mercato. – (3) Scala di destra. – (4) Gli oneri finanziari netti sono stimati. Il valore aggiunto per il 2004 è stimato sulla base delle informazioni di contabilità nazionale.

Tra i debiti delle famiglie italiane, i prestiti bancari per l'acquisto di abitazioni sono saliti nell'ultimo decennio dal 5 al 14 per cento del PIL; questo valore si confronta con il 34 per cento nell'area dell'euro e il 64 per cento negli Stati Uniti alla fine dello scorso anno.

Le caratteristiche prevalenti dei contratti di mutuo differiscono tra paesi quanto a durata media (che varia da meno di 20 anni per alcuni paesi europei, tra cui l'Italia, a circa 30 per i paesi scandinavi e gli Stati Uniti), possibilità di rinegoziare le condizioni inizialmente pattuite e modalità di determinazione del tasso d'interesse (fisso o variabile). Il mercato italiano si caratterizza per l'elevato peso delle erogazioni a tasso variabile, pari all'87 per cento dei nuovi contratti, contro una media del 54 per cento per l'area dell'euro.

Secondo analisi empiriche, la differenza nel costo delle prime rate influenza in maniera considerevole la scelta delle famiglie italiane tra un contratto di mutuo a tasso fisso e uno a tasso variabile. Inoltre, i mutui a tasso variabile sono meno frequenti nel Mezzogiorno rispetto al Nord del paese e tra le persone con minor grado di istruzione, presumibilmente caratterizzate da una maggiore avversione al rischio. I mutui a tasso variabile sono invece relativamente più frequenti tra le famiglie mononucleari e tra quelle che vivono in comuni di maggiori dimensioni; ciò potrebbe riflettere una maggiore mobilità del debitore e quindi un orizzonte temporale più breve, in quanto un eventuale cambiamento di abitazione potrebbe determinare l'estinzione o la rinegoziazione del mutuo prima di una variazione dei tassi.

Il finanziamento e la situazione di liquidità delle imprese

Redditività e autofinanziamento. – La debolezza dell'attività economica si è riflessa sulla redditività operativa delle imprese. Nel 2004 il margine operativo lordo (MOL) è stato pari al 35 per cento del valore aggiunto, al di sotto di quanto osservato in media nella seconda metà degli anni novanta (circa 37 per cento). La riduzione dei tassi di interesse e l'allungamento della scadenza media del debito hanno determinato una ulteriore flessione, al 4,6 per cento, degli oneri finanziari in rapporto al valore aggiunto (fig. D6) e un aumento dell'autofinanziamento (al 14 per cento del valore aggiunto, contro il 13,1 nel 2003). In presenza di un moderato aumento degli investimenti fissi lordi e delle scorte, la quota degli investimenti coperta con fondi generati all'interno delle imprese è cresciuta, al 68,3 per cento (fig. D7). Il fabbisogno delle imprese italiane è diminuito a 7,5 miliardi (23,6 nel 2003; tav. D6).

L'ultima indagine della Banca d'Italia sulle imprese dell'industria e dei servizi con almeno 20 addetti indica per il 2004 un lieve peggioramento della redditività. La percentuale di aziende che prevedeva di chiudere l'anno in utile è diminuita di un punto, al 62 per cento. Per le imprese di maggiore dimensione sembra invece emergere un miglioramento della redditività: la quota di società con almeno 500 addetti che prevedevano di conseguire utili è aumentata al 71 per cento, dal 67 del 2003; quelle che prevedevano una perdita sono il 20 per cento (22 nell'anno precedente).

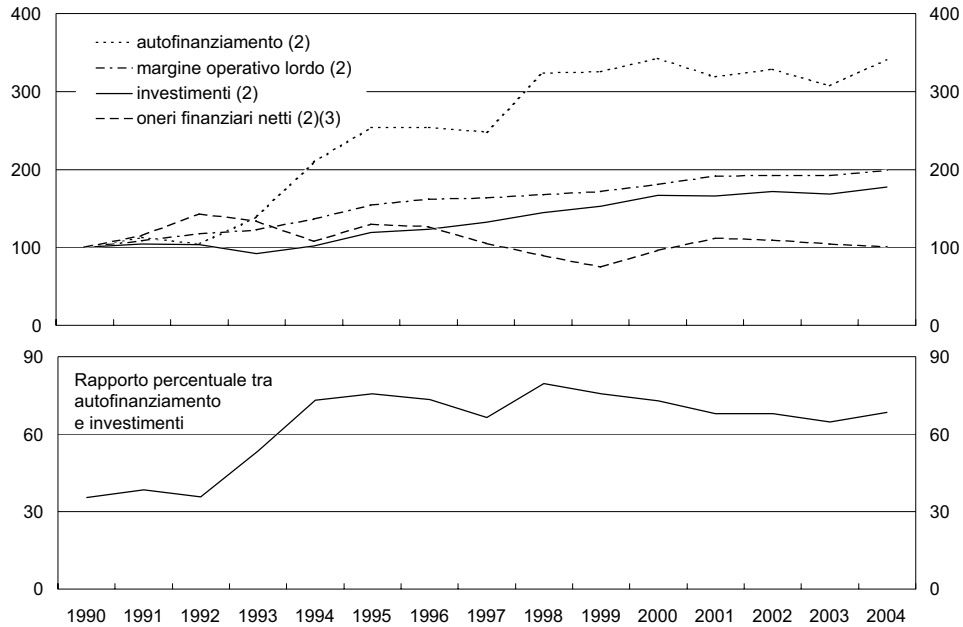
ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE ITALIANE (1)
(milioni di euro e composizione percentuale)

Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	Dicembre 2004	Composizione percentuale		2003	2004
		Dicembre 2003	Dicembre 2004		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi a vista	135.054	10,9	11,5	8.554	15.082
Altri depositi	11.597	0,9	1,0	1.213	1.928
di cui: <i>bancari</i>	10.580	0,8	0,9	1.078	2.080
Titoli a breve termine	258	0,0	0,0	-882	-506
Titoli a medio e a lungo termine	38.135	2,4	3,2	-6.417	11.310
di cui: <i>pubblici</i>	10.996	1,0	0,9	-7.430	601
<i>di imprese</i>	14.552	0,5	1,2	221	9.418
Azioni e partecipazioni	405.265	35,2	34,4	20.106	3.266
Quote di fondi comuni	4.214	0,4	0,4	227	-215
Crediti commerciali	260.813	23,6	22,1	576	623
Altre attività finanziarie (2)	45.812	4,2	3,9	-1.707	571
Attività sull'estero	277.668	22,4	23,6	17.799	28.017
di cui: <i>depositi</i>	6.723	0,6	0,6	1.616	183
<i>crediti commerciali</i>	57.970	5,1	4,9	-268	1.358
<i>crediti finanziari a breve termine</i> ..	48.339	2,3	4,1	5.316	23.824
<i>titoli</i>	17.772	1,7	1,5	2.113	-902
<i>azioni e partecipazioni</i>	137.691	11,8	11,7	8.595	3.206
Totale attività ...	1.178.816	100,0	100,0	39.468	60.076
PASSIVITÀ					
Passività sull'interno	2.135.447	89,4	88,9	67.344	53.101
Debiti a breve termine (3).....	311.268	14,0	13,0	-3.217	-2.801
di cui: <i>bancari</i>	280.870	12,6	11,7	-3.086	-2.844
Debiti a medio e a lungo termine (4)	398.144	16,4	16,6	48.220	37.244
di cui: <i>bancari</i>	328.700	13,2	13,7	44.906	35.896
Titoli.....	42.895	1,7	1,8	12.333	11.299
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	33.536	1,5	1,4	10.489	7.660
Azioni e partecipazioni	1.000.513	40,5	41,6	2.426	189
Debiti commerciali	266.136	11,8	11,1	588	635
Altre passività finanziarie (5)	116.491	4,9	4,8	6.994	6.535
Passività sull'estero	267.916	10,6	11,1	-4.259	14.468
di cui: <i>debiti commerciali</i>	25.499	1,1	1,1	-374	166
<i>debiti finanziari</i>	79.480	3,4	3,3	-6.440	3.084
di cui: <i>titoli a medio e a lungo termine</i>	16.148	0,6	0,7	-4.921	2.423
<i>azioni e partecipazioni</i>	159.528	6,0	6,6	4.510	12.892
Totale passività ...	2.403.363	100,0	100,0	63.085	67.569
SALDO	-1.224.547			-23.617	-7.493

(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.

Fig. D7

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



Fonte: Elaborazioni su dati Istat.

(1) Stima basata sui dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1990-2003. I dati del 2004 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. – (3) Gli oneri finanziari netti sono stimati.

Per le società quotate che compongono l'indice S&P/MIB della Borsa Italiana (normalmente di grande dimensione e rappresentative all'incirca dell'80 per cento della capitalizzazione di borsa di tutte le imprese non finanziarie), nel 2004 la redditività è migliorata rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; sia il rapporto tra il margine operativo netto e il capitale investito, sia il ROE sono aumentati di circa tre punti percentuali, rispettivamente al 14 e all'11 per cento.

L'indebitamento. – Nel 2004 le imprese hanno aumentato i debiti finanziari di 49 miliardi. L'espansione si è concentrata nella componente a medio e a lungo termine, nella forma sia di prestiti sia di emissioni obbligatorie, componente che ha raggiunto il 55 per cento della consistenza dei debiti finanziari, dal 52 nel 2003.

In rapporto al PIL, la consistenza dei debiti finanziari è lievemente cresciuta, dal 61,2 al 61,6 per cento. Tra il 1995 e il 2003 questo rapporto è aumentato in misura più sostenuta nell'area dell'euro (dal 57,4 al 79,3 per cento; tav. D7) rispetto all'Italia (dal 54,4 al 61,2 per cento), anche in ragione della maggiore rilevanza delle operazioni di fusione e acquisi-

zione finanziate con debiti. Negli Stati Uniti, dove il rapporto tra debiti e prodotto è aumentato di undici punti percentuali, le operazioni di concentrazione sono state invece finanziate per lo più tramite scambi azionari.

Il leverage è diminuito al 41,8 per cento dal 43,3 (fig. D6), riflettendo anche il buon andamento della borsa, che ha determinato una rivalutazione del patrimonio azionario.

Tav. D7

COMPOSIZIONE DELLE PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE (1)
(dati di fine periodo)

Paesi e anni	Titoli	Prestiti	Azioni (2)	Debiti commerciali e altre passività (3)	Per memoria:		
					Passività finanziarie	di cui: debiti finanziari	Attività finanziarie
	<i>Quote percentuali sul totale</i>				<i>In rapporto al PIL</i>		
Francia							
1995	5,8	27,9	47,2	19,1	2,14	0,72	1,63
2000	4,7	17,1	66,9	11,3	3,79	0,83	2,17
2003	6,6	24,4	54,8	14,2	3,11	0,96	1,97
Germania							
1995	2,8	40,4	43,8	13,0	1,14	0,49	0,69
2000	1,5	34,9	51,8	11,9	1,78	0,65	1,12
2003	3,0	39,2	44,4	13,4	1,55	0,66	0,91
Italia							
1995	1,4	40,3	35,9	22,4	1,31	0,54	0,64
2000	1,1	29,1	54,8	15,0	1,88	0,56	1,02
2003	2,6	33,1	46,5	17,8	1,72	0,61	0,85
Spagna							
1996	2,5	22,8	47,1	27,6	1,94	0,49	1,10
2000	1,0	22,6	52,3	24,2	2,90	0,68	1,81
2003	0,6	27,9	47,0	24,6	3,02	0,86	1,92
Area dell'euro							
1995	3,5	34,8	44,0	17,7	1,50	0,57	0,86
2000	2,7	26,8	57,7	12,7	2,43	0,72	1,45
2003	3,9	32,8	48,5	14,8	2,16	0,79	1,32
Regno Unito							
1995	6,2	23,1	62,5	8,1	2,18	0,64	0,79
2000	7,9	21,3	65,9	4,8	3,00	0,88	1,28
2003	10,8	30,5	53,3	5,3	2,42	1,00	1,29
Stati Uniti (4)							
1995	9,4	14,2	56,7	19,7	2,36	0,56	0,75
2000	8,9	12,8	58,4	19,9	3,05	0,66	1,15
2003	10,6	14,7	53,3	21,4	2,67	0,67	1,13

Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Banca centrale europea per l'area dell'euro; Office for National Statistics, *United Kingdom National Accounts*, *The Blue Book* per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States* per gli Stati Uniti.

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. - (2) Comprendono anche le partecipazioni. - (3) Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione. - (4) Dati riferiti al settore *Nonfinancial Business*.

Rispetto al 1995 il leverage delle imprese italiane è sceso di dieci punti percentuali, collocandosi nel 2003 su livelli analoghi a quelli del complesso dell'area dell'euro. Anche la composizione dei debiti finanziari delle nostre imprese si è avvicinata a quella dell'area; in particolare, è aumentato dal 3 al 7 per cento il peso delle obbligazioni (è rimasto stabile intorno al 10 per cento per l'area). Per le imprese del Regno Unito e degli Stati Uniti, che operano in sistemi finanziari più orientati alla raccolta diretta di fondi da parte degli emittenti, il peso della componente obbligazionaria è molto più elevato (rispettivamente 26 e 42 per cento). In Italia nel periodo considerato è cresciuta inoltre la componente a medio e a lungo termine dei debiti finanziari, dal 42 al 52 per cento del totale, a fronte di un'incidenza mantenutasi intorno al 67 per cento per le imprese dell'area.

La raccolta di capitale di rischio. – Le società italiane quotate hanno raccolto capitale di rischio per meno di 1 miliardo. Le imprese hanno incrementato nel complesso il patrimonio di 13 miliardi.

Tra il 1995 e il 2003 le emissioni nette di azioni e partecipazioni da parte delle imprese italiane sono state pari in media al 2 per cento del PIL all'anno, contro il 3,4 delle aziende dell'area dell'euro. Le imprese statunitensi hanno invece effettuato rimborsi netti agli azionisti, sotto forma principalmente di riacquisto di azioni, per l'1,5 per cento del PIL all'anno.

Secondo i dati diffusi dall'Associazione italiana del private equity e venture capital, nel 2004 gli investimenti effettuati in Italia da società di venture capital sono diminuiti a 1,5 miliardi (da 3 nel 2003). Anche la raccolta di queste società è leggermente diminuita (a 1,7 miliardi da 1,9); in particolare si è ridotta la quota di raccolta proveniente dalle banche, mentre è raddoppiata quella proveniente dai fondi pensione, che rappresenta attualmente il 20 per cento del totale.

La raccolta delle società di venture capital è scesa anche per il complesso dei paesi dell'area dell'euro, da 27 a 25 miliardi. Nell'area gli investimenti sono invece cresciuti da 28 a 31 miliardi; sono rimasti stabili a 17 miliardi di euro negli Stati Uniti.

Nel 2004, in Italia, tra gli investimenti effettuati dalle società di venture capital si è ridotto il peso delle acquisizioni di imprese (buy out), che continuano però ad assorbire più della metà dei fondi. È invece aumentata la quota degli investimenti destinati alla fase di sviluppo delle imprese partecipate. È rimasto contenuto l'ammontare di risorse investito in settori ad alta tecnologia.

Dall'analisi di un campione di circa 200 imprese italiane dell'industria e dei servizi partecipate da società di venture capital emerge che gli interventi di queste società riguardano prevalentemente aziende che per la loro natura incontrano ostacoli nel reperire fondi esterni, ossia aziende giovani, di piccola e media dimensione, con un peso contenuto delle attività utilizzabili come garanzia di prestiti; inoltre, tali interventi si rivolgono frequentemente a imprese che operano in settori innovativi o a quelle in rapida espansione, alle quali la società di venture capital offre presumibilmente anche servizi di consulenza. L'analisi suggerisce, infine, che il finanziamento sotto forma di venture capital contribuisce a riequilibrare la situazione finanziaria, favorendo una riallocazione dei debiti verso le scadenze a più lungo termine e un aumento dei margini di disponibilità sulle linee di credito accordate dalle banche.

I debiti commerciali. – Nel 2004 i debiti commerciali, interni ed esteri, sono aumentati in Italia di quasi 1 miliardo (tav. D6); alla fine dell'anno la loro consistenza era pari al 12,2 per cento del totale delle passività finanziarie delle imprese.

La citata indagine della Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti rileva per il 2004 una lieve diminuzione (dal 24 al 23 per cento) dei crediti commerciali in rapporto al fatturato. Le dilazioni di pagamento hanno una durata media di 91 giorni e prevedono un costo esplicito nell'11 per cento dei casi (13 per cento nel 2003). È lievemente diminuita l'incidenza dei crediti riscossi oltre la scadenza (dal 32 al 30 per cento); il ritardo medio è passato da 45 a 44 giorni.

Le attività finanziarie e le operazioni di fusione e di acquisizione. – Nel 2004 le azioni e le partecipazioni detenute dalle imprese hanno registrato una crescita contenuta, pari a 6,5 miliardi, contro 28,7 nel 2003. Questa dinamica più moderata riflette, in parte, la minore rilevanza dell'attività di finanza straordinaria in Italia.

Come nell'anno precedente, nei principali paesi, nel 2004 si è registrato un aumento del numero di operazioni di fusione e di acquisizione, sospinte dal rialzo dei corsi azionari. Secondo le rilevazioni di Thomson Financial, che censisce le più importanti operazioni, il numero complessivo delle fusioni e delle acquisizioni di interessi di maggioranza di società non finanziarie è stato pari a 7.246 (il 12 per cento in più rispetto al 2003) per un controvalore di 567 miliardi di euro (il 51 per cento in più rispetto all'anno precedente). Le operazioni che hanno avuto per oggetto imprese degli Stati Uniti e dell'area dell'euro sono state rispettivamente 1.437 e 1.047 (1.281 e 1.104 nel 2003); il loro valore è aumentato rispettivamente da 156 a 256 e da 47 a 91 miliardi. È in aumento anche il numero di operazioni aventi per oggetto imprese cinesi; nel 2004 ne sono state effettuate 684 per un controvalore di 6,4 miliardi di euro.

In Italia, invece, nel 2004 sono diminuiti sia il numero sia il valore delle operazioni, rispettivamente da 137 a 128 e da 9,4 a 2,6 miliardi. Circa la metà delle acquisizioni, in termini di valore, ha avuto come controparte altre aziende italiane; il 22 per cento è stato invece acquistato da imprese residenti negli altri paesi dell'area dell'euro. Le imprese non finanziarie italiane hanno effettuato acquisizioni per 1,5 miliardi, principalmente riguardanti aziende di paesi dell'Europa centrale e orientale.

Nel 2004 tra le attività finanziarie delle imprese italiane è ulteriormente aumentato il peso della componente costituita da biglietti, depositi e titoli di debito, complessivamente pari al 17,8 per cento (16,5 nel 2003).

Le condizioni finanziarie delle imprese italiane

Indebitamento e profitti nel medio periodo. – I dati delle imprese non finanziarie censite nella Centrale dei bilanci (un campione di circa 40.000

aziende, maggiormente rappresentativo di quelle di media e grande dimensione) indicano che nel triennio 2001-03 la redditività operativa e gli utili delle imprese sono diminuiti rispetto al periodo 1995-2000.

Il margine operativo lordo (MOL) è sceso all'8 per cento dell'attivo di bilancio, dal 9 del triennio precedente (tav. D8). È risultata più ampia la diminuzione degli utili netti in rapporto al patrimonio (ROE), scesi in media al 4 per cento nel 2001-03 da valori prossimi all'8 nei due trienni precedenti; vi hanno contribuito le ingenti svalutazioni di partecipazioni effettuate dalle aziende in seguito al calo dei corsi azionari. Alla diminuzione della redditività nel triennio 2001-03 si è associato il calo dell'autofinanziamento.

Data la debole dinamica degli investimenti e il decremento degli oneri finanziari, negli ultimi tre anni il peggioramento della redditività non ha avuto ripercussioni negative sulla condizione finanziaria media delle imprese, rimasta sostanzialmente stabile rispetto al triennio precedente. Il leverage (calcolato valutando il patrimonio netto al valore contabile) si è collocato intorno al 50 per cento, un valore di poco inferiore rispetto al periodo precedente. Il rapporto tra autofinanziamento e oneri finanziari lordi, un indicatore della capacità di fare fronte all'onere del debito con le risorse interne, è lievemente diminuito, rimanendo però su livelli superiori a quelli della prima metà degli anni novanta.

È aumentata la quota dei debiti finanziari a medio e a lungo termine (39 per cento, rispetto al 37 del triennio precedente); l'incremento, favorito in primo luogo dal livello contenuto dei tassi di interesse, è anche ascrivibile a operazioni di ristrutturazione del debito da parte di grandi imprese.

Analisi condotte per il periodo 1993-2000 sulle sole imprese industriali censite dalla Centrale dei bilanci indicano che in questo periodo la quota di debiti finanziari a lunga scadenza era maggiore per le aziende meno rischiose, ossia quelle più grandi, operanti da più lungo tempo, meno indebitate, con maggiore capacità di fornire garanzie e con una bassa variabilità dei risultati economici. Nei confronti di queste imprese i finanziatori sarebbero più propensi a erogare prestiti a lunga scadenza, rinunciando alle frequenti revisioni delle condizioni contrattuali che generalmente caratterizzano i finanziamenti in conto corrente.

L'andamento della redditività e delle condizioni finanziarie è differenziato tra settori. Nel periodo 2001-03 il calo degli utili rispetto al triennio precedente è stato più pronunciato nell'industria manifatturiera e nei comparti dei servizi ad alto contenuto tecnologico (quali le telecomunicazioni e l'informatica). In questi comparti si è anche registrato un peggioramento degli indicatori finanziari, peraltro riconducibile in parte a operazioni di riassetto societario di alcuni grandi gruppi del settore delle telecomunicazioni, la cui situazione finanziaria rimane tuttavia migliore della media. L'edilizia è l'unico settore in cui la redditività è crescente nel triennio: il buon anda-

mento del comparto residenziale ha sostenuto gli utili delle imprese, consentendo un significativo miglioramento delle condizioni finanziarie, che rimangono tuttavia meno favorevoli rispetto alla media del campione.

Tav. D8

REDDITIVITÀ E INDEBITAMENTO
DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE ITALIANE (1)
(valori percentuali)

Settori e anni	Totale campione				Peggior 25 per cento (2)			
	MOL / Attivo (3)	ROE (4)	Leverage (5)	Autofinanziamento / Oneri finanziari	MOL / Attivo (3)	ROE (4)	Leverage (5)	Autofinanziamento / Oneri finanziari
Totale								
1995-1997	10,4	7,4	54,5	170,3	-0,3	-19,7	90,5	-93,1
1998-2000	9,2	8,4	51,9	251,9	-1,3	-20,0	90,8	-141,5
2001-2003	8,1	3,9	50,1	223,4	-2,1	-23,6	90,3	-269,9
Industria in senso stretto								
1995-1997	11,1	7,9	52,2	176,7	1,6	-17,0	87,7	-78,8
1998-2000	10,1	8,1	49,1	260,9	0,9	-16,5	88,3	-104,4
2001-2003	8,9	4,2	46,7	239,2	-0,4	-23,5	87,3	-240,7
di cui: <i>Produzioni ad alto contenuto tecnologico</i>								
1995-1997	8,0	-1,8	48,7	94,8	-0,2	-26,7	85,5	-100,2
1998-2000	9,3	6,0	48,2	216,0	-0,1	-27,3	90,5	-217,7
2001-2003	8,7	4,6	47,5	232,3	-1,4	-38,5	90,0	-506,2
<i>Produzioni tradizionali</i>								
1995-1997	11,4	8,5	56,2	152,5	2,1	-13,8	88,1	-71,1
1998-2000	10,2	7,5	55,8	218,4	1,3	-15,1	88,4	-81,6
2001-2003	9,2	4,9	53,5	227,4	0,3	-18,6	88,2	-141,6
Costruzioni								
1995-1997	3,9	-1,3	72,4	27,1	-2,5	-41,1	100,4	-94,8
1998-2000	3,8	3,0	74,0	74,5	-1,2	-20,4	96,2	-108,7
2001-2003	4,5	5,8	65,5	143,7	-0,4	-9,2	96,5	-177,7
Servizi								
1995-1997	10,4	7,5	56,4	194,6	-3,5	-25,4	93,3	-130,9
1998-2000	9,0	9,7	53,3	278,5	-5,0	-27,8	93,4	-228,7
2001-2003	7,6	3,4	52,8	215,6	-4,7	-27,5	93,6	-348,4
<i>Servizi ad alto contenuto tecnologico</i>								
1995-1997	17,8	10,0	43,6	514,7	-4,9	-39,0	94,4	-250,0
1998-2000	14,8	11,8	40,8	594,5	-10,0	-52,4	93,0	-698,8
2001-2003	11,7	0,4	48,1	247,2	-6,2	-45,6	95,6	-695,5
<i>Servizi tradizionali</i>								
1995-1997	7,4	5,9	61,8	114,0	-3,1	-22,2	93,2	-111,6
1998-2000	6,5	8,3	59,5	202,2	-3,4	-18,4	93,6	-129,1
2001-2003	5,5	5,8	55,9	193,9	-4,2	-16,5	92,6	-243,6

Fonte: Centrale dei bilanci

(1) Valori di bilancio; medie ponderate per il denominatore di ciascun rapporto. I dati per il totale delle imprese comprendono anche le informazioni relative al settore agricolo. Per la classificazione dei settori, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Il peggiore 25 per cento delle imprese del campione è calcolato con riferimento a ogni indicatore e a ogni settore di attività. - (3) Il MOL, margine operativo lordo, è pari alla differenza tra valore aggiunto e costo del lavoro. - (4) Rapporto tra risultato d'esercizio e patrimonio netto. Gli utili sono al lordo di ammortamenti anticipati e di altre rettifiche e rivalutazioni. - (5) Rapporto tra debiti finanziari e la somma di debiti finanziari e patrimonio netto.

Nel triennio 2001-03 la diminuzione degli utili nelle imprese con meno di 200 addetti è stata più contenuta rispetto alla media del campione. Inoltre, benché le condizioni finanziarie di queste imprese continuino a risultare meno favorevoli, nell'ultimo triennio il loro leverage è diminuito in misura più ampia e il grado di copertura degli oneri finanziari è lievemente migliorato.

La dispersione delle condizioni finanziarie tra imprese. – La dispersione delle condizioni finanziarie delle singole imprese attorno ai valori medi è ampia anche all'interno del medesimo settore di attività economica ed è aumentata rispetto alla metà degli anni novanta. Da allora, a fronte di un forte miglioramento del valore medio del leverage e del grado di copertura degli oneri finanziari, sono peggiorate le condizioni finanziarie delle imprese appartenenti, in ciascun anno, al 25 per cento del campione caratterizzato dai valori meno favorevoli relativamente a ciascuno degli indicatori considerati. Nel triennio 2001-03 il leverage di queste aziende è rimasto elevato, di poco inferiore al 90 per cento, mentre il rapporto tra autofinanziamento e oneri finanziari è significativamente diminuito (cfr. il riquadro: *Le condizioni finanziarie delle imprese nel periodo 1990-2003*, in *Bollettino Economico*, n. 44, 2005).

L'aumento della dispersione delle condizioni finanziarie delle singole imprese è stato significativo in tutti i comparti dell'industria manifatturiera e ha interessato anche il settore delle costruzioni, per il quale si è registrata la migliore evoluzione degli indici di redditività e di indebitamento. Nel settore del terziario avanzato la dispersione della situazione finanziaria delle imprese si è invece ridotta.

Redditività e condizioni finanziarie nel confronto internazionale. – In base alle informazioni disponibili fino al 2003 sui bilanci di un campione di imprese europee industriali e di servizi di media e grande dimensione, l'andamento della redditività delle imprese italiane negli ultimi anni non è dissimile da quello delle aziende di Francia, Germania, Spagna e Regno Unito. In tutti questi paesi, rispetto al precedente triennio, nel 2001-03 si è osservata una riduzione dei profitti in rapporto al patrimonio; il calo è stato più accentuato nel Regno Unito (dal 12 al 7 per cento) e in Italia (dal 9 al 5 per cento), dove il livello dell'indicatore nel periodo più recente è più contenuto rispetto agli altri paesi. Il debito delle imprese in rapporto al fatturato è diminuito in Italia e in Francia, mentre è aumentato in Spagna e nel Regno Unito.

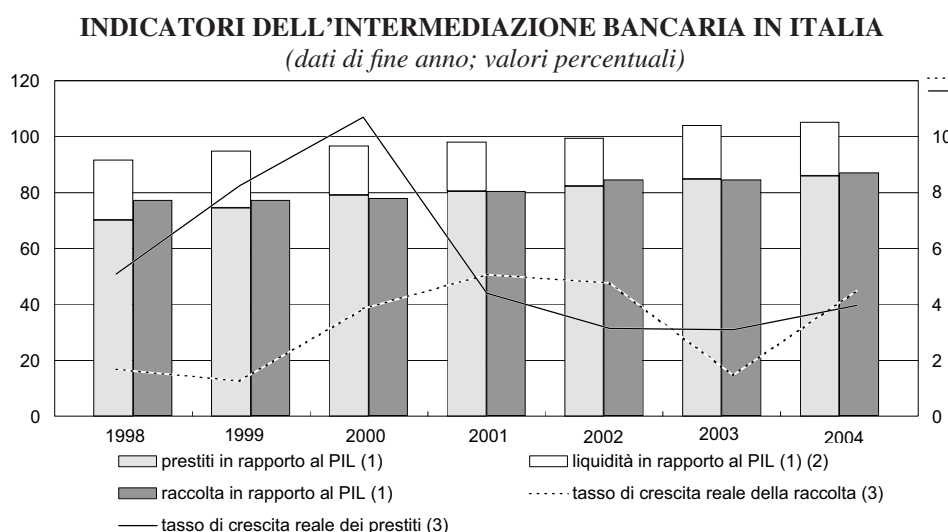
Un'analisi condotta su un campione di imprese operanti nei paesi dell'area dell'euro e nel Regno Unito nel periodo 1994-2003 mostra che nelle imprese piccole o giovani (verosimilmente meno trasparenti per i finanziatori esterni), in quelle con una scarsa

dotazione di attività da offrire a garanzia del debito e in quelle con una struttura finanziaria meno favorevole (con debiti e oneri finanziari elevati rispetto alle attività e alla produzione) gli investimenti sono maggiormente condizionati dalla disponibilità di risorse generate all'interno. Le differenze tra paesi appaiono in parte collegate a caratteristiche istituzionali: la dipendenza dall'autofinanziamento è infatti più accentuata nei paesi in cui gli ordinamenti nazionali tutelano in maniera meno efficace gli interessi dei finanziatori esterni (creditori o azionisti di minoranza) rispetto a quelli degli azionisti di controllo o degli amministratori.

LE BANCHE E GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI

Nel 2004 la crescita dei prestiti erogati dalle banche italiane si è mantenuta elevata, soprattutto per effetto dell'espansione dei finanziamenti connessi con il mercato immobiliare. Il rapporto tra credito e PIL è salito di 1,3 punti percentuali, all'86,0 per cento (fig. D8).

Fig. D8



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza e Istat.

(1) Scala di sinistra. Il valore del PIL si riferisce all'intero anno. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Cassa e titoli. – (3) Sull'anno precedente. Scala di destra. Le consistenze sono state deflazionate utilizzando il deflatore del PIL.

La moderata dinamica dell'attività produttiva ha frenato la domanda di credito da parte delle imprese, in particolare quelle manifatturiere; è rimasta sostenuta la crescita dei prestiti bancari alle società di costruzioni e di servizi. L'espansione dei finanziamenti è stata maggiore per le imprese del Mezzogiorno. Il credito alle famiglie ha continuato a crescere rapidamente, per finanziare l'acquisto di immobili e di beni di consumo. La quota dei prestiti a medio e a lungo termine alla clientela ordinaria è ulteriormente aumentata, al 60 per cento del totale.

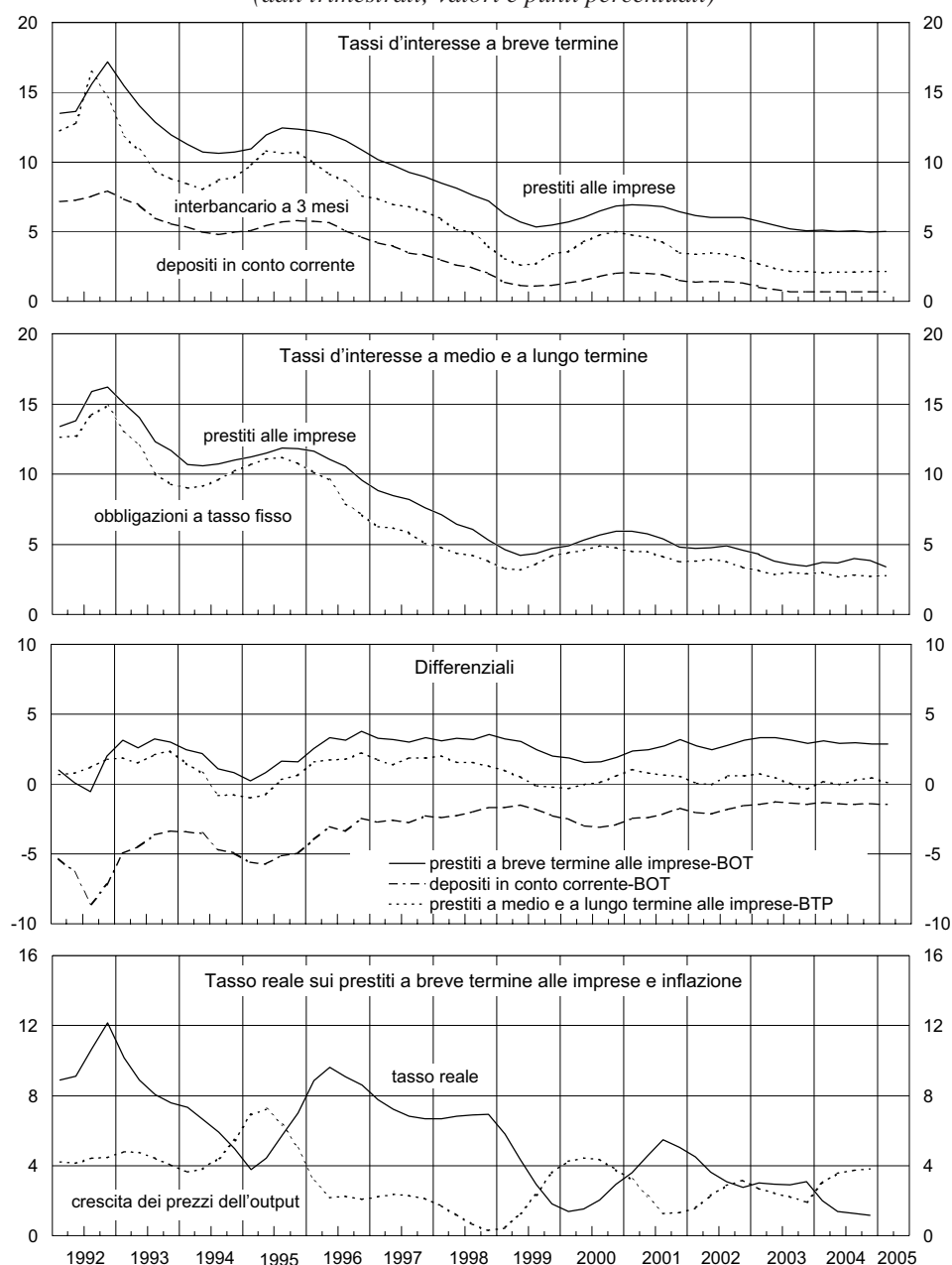
Le banche hanno mantenuto condizioni di offerta distese, pur con una maggiore prudenza nella valutazione delle domande di finanziamento da parte di aziende operanti in alcuni settori di attività economica. Il tasso di interesse reale sui prestiti a breve termine alle imprese ha continuato a ridursi (fig. D9). La qualità degli attivi bancari non ha mostrato di risentire

della protratta debolezza dell'economia: il rapporto tra il flusso dei crediti iscritti a sofferenza e il totale dei finanziamenti si è lievemente ridotto, in tutte le aree del Paese.

Fig. D9

TASSI D'INTERESSE BANCARI E DIFFERENZIALI CON I RENDIMENTI DEI TITOLI PUBBLICI IN ITALIA (1)

(dati trimestrali; valori e punti percentuali)



Fonte: 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 cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

La raccolta sull'interno è cresciuta a un ritmo sostenuto, soprattutto nella componente obbligazionaria (tav. D9). È diminuito l'indebitamento netto delle banche sull'estero, prevalentemente nei confronti di operatori residenti in altri paesi dell'area dell'euro; l'esposizione al rischio di cambio è rimasta modesta.

La redditività bancaria è aumentata: il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è salito al 9,5 per cento (7,2 nel 2003). Il miglioramento è ascrivibile soprattutto alla rilevante riduzione delle rettifiche di valore su crediti, dopo il forte aumento nel 2003 in conseguenza del dissesto del gruppo Parmalat. Il sistema bancario ha rafforzato la dotazione patrimoniale.

Tav. D9

RACCOLTA E PRESTITI NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA (1)
(definizioni armonizzate; variazioni percentuali sui 12 mesi)

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

(1) Dati di fine periodo. I dati di marzo 2005 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.

I prestiti

Il credito bancario nel 2004 è aumentato del 6,7 per cento, come nell'anno precedente (tav. D10 e fig. D10). La crescita si è concentrata nella componente a medio e a lungo termine, in ragione del forte sviluppo dei prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e della ricomposizione dell'indebitamento delle imprese verso le scadenze più lontane; i crediti a breve termine hanno continuato a ridursi.

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. 2003	Dic. 2004	Mar. 2005	2004				2005	Dicembre 2004
				I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	
Attività									
Titoli	4,2	-2,8	1,7	-13,6	6,6	4,1	-5,2	1,8	177.086
di cui: titoli di Stato	-4,0	-12,4	-4,6	-27,1	-2,5	-6,2	-10,0	0,8	95.074
Prestiti	6,7	6,7	8,9	4,2	7,4	6,4	9,3	12,5	1.160.293
di cui (3):									
a breve termine (a)	-2,0	-3,8	-0,3	-6,6	-0,8	-1,3	-5,8	7,2	436.493
a medio e a lungo termine (b)	13,6	13,8	14,5	13,6	12,3	12,3	17,0	16,3	659.720
(a)+(b)	6,2	6,0	8,2	4,4	6,6	6,5	7,2	12,7	1.096.212
pronti contro termine (4)	-1,2	88,5	471,1	-96,2	67,2	-67,9	::	222,0	5.238
sofferenze (5)	10,6	6,0	3,9	6,6	9,1	5,6	2,7	-1,5	54.314
Per memoria:									
sofferenze nette	7,9	-1,2	1,9	-16,4	2,4	3,9	6,8	-12,6	22.561
Attività sull'estero	1,3	10,8	6,6	11,9	-14,1	23,9	26,5	-4,0	241.783
Passività									
Raccolta sull'interno (6)	4,4	7,2	7,5	9,8	5,8	7,6	7,4	9,5	1.175.708
Depositi	2,2	5,1	5,2	8,8	4,5	5,1	4,8	6,6	732.714
di cui (7):									
in conto corrente	5,9	6,2	6,0	14,9	5,7	6,8	2,0	9,8	546.142
con durata prestabilita	-10,2	-4,0	-2,0	-9,3	-3,5	-9,8	7,7	-1,7	41.213
rimborsabili con preavviso	5,1	4,7	4,2	8,4	4,0	4,1	2,7	6,3	67.889
pronti contro termine	-15,7	4,7	6,0	-17,7	0,6	3,3	34,1	-10,5	70.248
Obbligazioni (6)	8,6	10,8	11,5	11,5	8,1	11,8	11,8	14,2	442.994
Passività sull'estero	11,2	3,8	5,0	20,4	-8,8	-8,4	15,4	26,3	296.555

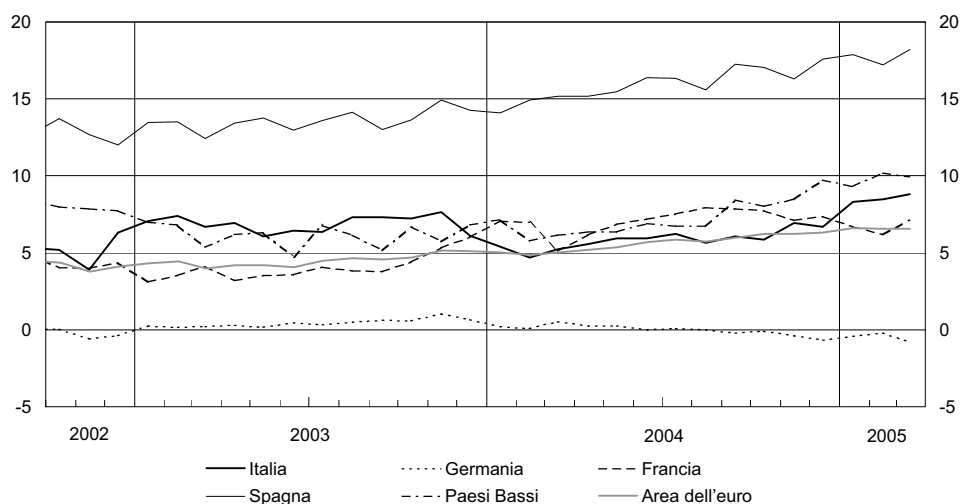
(1) I dati di marzo 2005 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. Cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. – (2) Calcolate su dati depurati della componente stagionale, quando presente. – (3) Non è riportato l'andamento di alcune voci di minore rilievo. I prestiti a breve termine sono quelli con scadenza fino a 18 mesi. – (4) Il dato relativo al IV trimestre del 2004 non è riportato in quanto statisticamente non significativo. – (5) Le variazioni percentuali non sono depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (6) Inclusive le obbligazioni detenute da non residenti. – (7) Esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

I prestiti alle imprese. – Il tasso di crescita dei finanziamenti alle imprese è sceso al 3,5 per cento dal 6,3 del 2003 (tav. D11). La decelerazione è attribuibile in larga misura alla moderata dinamica degli investimenti e all'aumento dell'autofinanziamento. Nel primo trimestre del 2005 i crediti sono tornati ad accelerare, in connessione con operazioni di finanza straordinaria effettuate da alcune grandi aziende.

Nel 2004, sulla base delle statistiche armonizzate, che includono tra i prestiti anche quelli in sofferenza e i pronti contro termine, la crescita del credito alle società non finanziarie in Italia è stata in linea con quella media dell'area dell'euro (fig. D11). Alla fine dell'anno, il rapporto tra i finanziamenti bancari alle imprese e il PIL in Italia era pari al 45,1 per cento (41,7 per l'area; tav. D12); esso risultava inferiore al valore della Spagna (56,3 per cento) e a quello dei Paesi Bassi (46,0), superiore a quello di Germania (33,7) e Francia (32,9).

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 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*.

I prestiti concessi alle imprese manifatturiere hanno registrato un calo (-0,4 per cento), accentuato nel comparto tessile, dell'abbigliamento e dei mezzi di trasporto, dove si è avuta una flessione della produzione, e dei prodotti chimici. Si è invece mantenuta elevata la crescita dei finanziamenti alle società di costruzione e alle imprese operanti nel comparto dei servizi, soprattutto quelli legati al settore immobiliare.

Nel quadriennio 2001-04, caratterizzato da una debole crescita dell'economia, i prestiti al complesso delle imprese (società non finanziarie e famiglie produttrici) sono rimasti pressoché invariati in rapporto al totale dei finanziamenti bancari (al 60 per cento), ma hanno registrato un significativo mutamento di composizione. Si è ridotto il peso dei prestiti concessi al settore manifatturiero (dal 36 al 30 per cento dei crediti complessivamente erogati alle imprese); è cresciuto quello dei finanziamenti ai comparti delle costruzioni (dall'11 al 12 per cento) e dei servizi (dal 43 al 48).

Il credito bancario è diminuito nei comparti dell'industria manifatturiera, dove si è riscontrato anche un calo del valore aggiunto. I finanziamenti alle imprese del tessile-abbigliamento, dei mezzi di trasporto e della chimica si sono ridotti nel quadriennio a un tasso medio annuo dell'1,3, 1,5 e 1,8, rispettivamente.

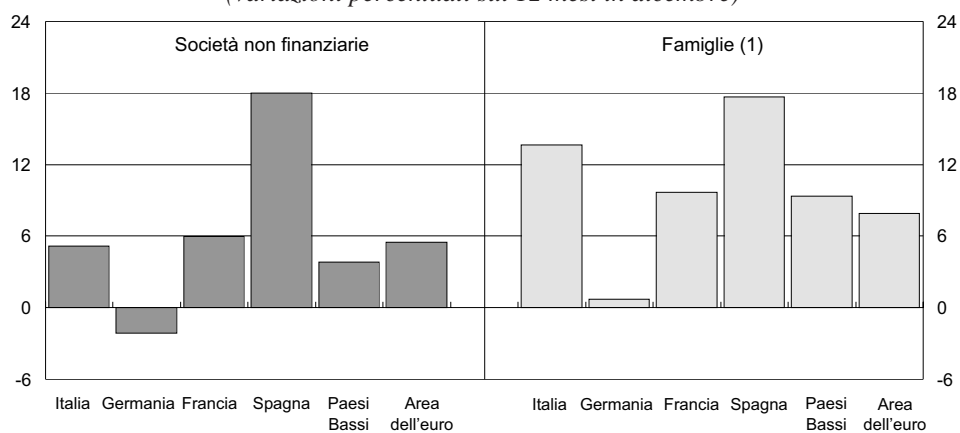
Nel periodo 2001-04 la quota dei prestiti facenti capo al settore immobiliare, costituiti dai finanziamenti all'edilizia, da quelli alle società di servizi specializzate e dai mutui per l'acquisto di abitazioni, è salita dal 25 al 33 per cento del totale dei finanziamenti bancari.

**PRESTITI DELLE BANCHE ITALIANE PER AREA GEOGRAFICA
E SETTORE DI ATTIVITÀ ECONOMICA (1)**

Periodi	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Produttrici (2)			
				Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi					
Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)											
<i>Centro Nord</i>											
2003 – dic.	-9,6	2,2	6,3	3,0	6,6	1,3	13,9	11,3	11,4	9,4	5,9
2004 – mar. ...	-2,8	1,9	3,8	-4,0	4,5	-0,2	12,2	9,2	12,2	8,9	5,1
giu.	-4,7	1,7	3,9	-5,1	4,6	0,7	12,0	8,2	14,3	7,5	5,3
set.	0,8	4,5	2,0	-11,5	3,2	-1,4	10,0	7,3	14,5	5,9	5,0
dic.	1,1	0,8	3,0	-6,3	3,7	-0,7	8,4	7,0	15,6	6,9	5,3
2005 – mar. ...	-3,5	7,4	6,4	0,8	6,8	2,2	9,2	11,5	15,0	6,8	7,8
<i>Mezzogiorno</i>											
2003 – dic.	11,1	6,8	6,1	-12,7	6,2	2,7	8,8	9,8	9,6	9,1	7,9
2004 – mar. ...	0,2	-1,0	6,0	25,0	5,9	2,0	7,4	9,3	11,2	9,0	7,6
giu.	7,5	-0,7	7,5	20,2	7,4	2,3	10,4	10,5	14,4	7,9	9,8
set.	10,7	11,5	8,0	96,3	7,7	2,4	11,5	11,4	15,3	7,7	10,8
dic.	2,0	5,0	7,8	52,2	7,6	3,0	11,1	10,7	16,5	8,1	10,5
2005 – mar. ...	7,0	17,3	8,6	23,4	8,5	4,0	12,4	11,7	14,7	8,2	10,9
<i>ITALIA</i>											
2003 – dic.	-7,2	2,3	6,3	2,9	6,6	1,4	13,1	11,1	11,0	9,3	6,2
2004 – mar. ...	-2,4	1,8	4,1	-3,8	4,6	0,0	11,4	9,3	12,0	8,9	5,4
giu.	-3,1	1,6	4,3	-4,9	4,9	0,8	11,8	8,5	14,3	7,6	5,9
set.	2,1	4,7	2,7	-10,9	3,7	-1,0	10,2	7,8	14,7	6,3	5,8
dic.	1,2	0,9	3,5	-5,9	4,2	-0,4	8,8	7,4	15,8	7,2	6,0
2005 – mar. ...	-2,1	7,7	6,6	1,0	7,0	2,3	9,6	11,6	14,9	7,1	8,2
Consistenza dei prestiti a marzo 2005 (4) <i>(milioni di euro)</i>											
Centro Nord ...	43.957	123.786	533.746	36.233	497.512	159.470	60.246	242.337	213.306	53.056	967.850
Mezzogiorno ..	7.586	3.601	66.213	418	65.795	17.719	10.745	31.364	55.712	15.370	148.482
ITALIA	51.542	127.387	599.959	36.652	563.307	177.188	70.991	273.774	269.018	68.426	1.116.523
Composizione percentuale dei prestiti a marzo 2005 (5)											
Centro Nord ...	4,5	12,8	55,1	3,7	51,4	16,5	6,2	25,0	22,0	5,5	100,0
Mezzogiorno ..	5,1	2,4	44,6	0,3	44,3	11,9	7,2	21,1	37,5	10,4	100,0
ITALIA	4,6	11,4	53,7	3,3	50,5	15,9	6,4	24,5	24,1	6,1	100,0

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosystema. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. – (2) Società di persone e imprese individuali con numero di addetti fino a 5. – (3) Calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (4) La somma delle consistenze per area geografica può differire dal totale in quanto i dati sono tratti da voci diverse della Matrice dei conti. – (5) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Fig. D11

CRESCITA DEI PRESTITI PER SETTORE NEL 2004*(variazioni percentuali sui 12 mesi in dicembre)*

Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

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

Il rallentamento dei prestiti nel 2004 ha interessato sia le imprese di minore dimensione (ditte individuali e società di persone con meno di 20 addetti, cui fa capo oltre il 40 per cento degli occupati) sia le aziende più

Tav. D12

COMPOSIZIONE DEL CREDITO BANCARIO ALLE IMPRESE NEL 2004 (1)*(quote e valori percentuali)*

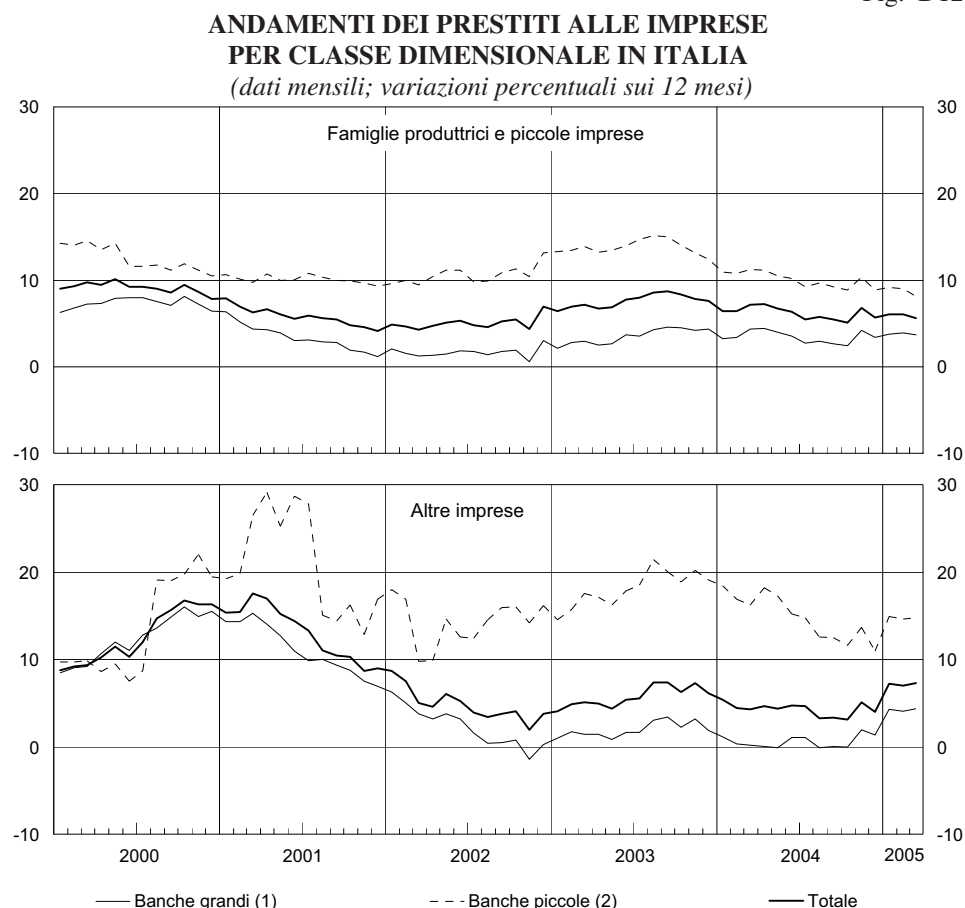
Voci	Italia	Germania	Francia	Spagna	Paesi Bassi	Area dell'euro
Per durata originaria del contratto (2):						
a breve termine	43,0	23,0	26,7	28,3	24,7	30,9
di cui: <i>c/c attivi</i>	31,4	10,3	14,4	0,2	16,0	14,7
a medio e a lungo termine	57,0	77,0	73,3	71,7	75,3	69,1
Per durata originaria del tasso (3):						
tasso variabile o rinegoziabile entro un anno	92,0	77,1	79,7	87,8	85,8	86,6
tasso rinegoziabile tra 1 e 5 anni..	4,8	10,3	8,3	8,7	7,6	7,4
tasso rinegoziabile oltre 5 anni	3,2	12,6	12,1	3,5	6,6	6,0
Per importo (3)(4):						
inferiore a 1 milione di euro	40,6	18,6	33,7	44,2	20,7	31,7
superiore a 1 milione di euro	59,4	81,4	66,3	55,8	79,3	68,3
Per memoria:						
prestiti bancari in rapporto al PIL ..	45,1	33,7	32,9	56,3	46,0	41,7

Fonte: Elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Consistenze dei prestiti alla fine di dicembre 2004. I prestiti a breve termine sono quelli con scadenza fino a un anno. – (3) Nuove operazioni effettuate nel 2004 o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. – (4) La classe di importo si riferisce alla singola operazione.

grandi (fig. D12). Per queste ultime, la crescita dei finanziamenti bancari è stata più contenuta (4,0 per cento contro il 5,7 per le piccole imprese), anche in relazione all'aumentato ricorso alle emissioni obbligazionarie sull'euromercato (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*).

Fig. D12



(1) Comprende le banche "maggiori", "grandi" e "medie". - (2) Comprende le banche "piccole" e "minori". Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*; per la classificazione dimensionale degli intermediari cfr. nel *Glossario* la voce: Banche.

Secondo i dati diffusi da società specializzate, i nuovi prestiti sindacati erogati a imprese italiane sul mercato mondiale nel 2004 si sono ridotti del 23 per cento, a 38 miliardi. Il calo è stato particolarmente ampio nei comparti dell'editoria, dei trasporti e delle infrastrutture. Le erogazioni di prestiti sindacati a cui hanno partecipato banche italiane sono invece aumentate del 16 per cento (a 55 miliardi) e hanno riguardato per quasi il 40 per cento imprese estere (15 per cento nel 2003).

È proseguito il processo di allungamento delle scadenze dei prestiti, alimentato dal costo relativamente basso dei mutui a tasso indicizzato e, in alcuni casi, da operazioni di ristrutturazione del debito di imprese in difficoltà.

L'allungamento delle scadenze del credito bancario registrato in Italia dalla metà degli anni novanta ha permesso alle imprese di stabilizzare le fonti di finanziamento e di ridurre la spesa per interessi. Tra il 1995 e il 2004, l'incidenza dei prestiti a medio e a lungo termine (con durata originaria dei contratti superiore a un anno) è aumentata di dodici punti percentuali, al 57 per cento, rimanendo, tuttavia, più contenuta rispetto alla media dell'area dell'euro (69 per cento; tav. D12). In passato, l'elevato livello e l'ampia variabilità dell'inflazione italiana rendevano più incerta la pianificazione dei flussi di cassa delle imprese, incentivando il ricorso ai prestiti a breve termine, in particolare quelli in conto corrente, che consentono una gestione più flessibile della liquidità.

Nell'area dell'euro non si riscontrano differenze rilevanti nella quota di prestiti a scadenza concessi alle imprese a tasso variabile o rinegoziabile entro un anno. Misurata sulle nuove erogazioni, nel 2004 tale quota è stata pari in Italia al 92 per cento, contro un valore medio per l'area dell'87 per cento.

Il 75 per cento dei prestiti a medio e a lungo termine concessi alle imprese e alle famiglie produttrici è assistito da garanzie (il 58 per cento da garanzie reali). Questa quota è più elevata per le imprese di minori dimensioni (83 per cento, di cui 65 di natura reale) rispetto alle altre aziende (72 e 56 per cento, rispettivamente).

In una fase di protratta debolezza dell'economia, i finanziamenti alle imprese assistiti da garanzia sono aumentati in misura contenuta. Nel quadriennio 2001-04, in rapporto al totale dei crediti a medio e a lungo termine, la quota dei prestiti garantiti è cresciuta di un punto percentuale per le aziende di maggiori dimensioni, di tre punti per le altre.

I prestiti delle banche di minore dimensione hanno continuato a crescere a un ritmo significativamente più elevato di quello degli intermediari più grandi (fig. D12). Nel 2004 circa tre quarti dei nuovi finanziamenti sono stati erogati dalle banche "piccole" e "minori" (cfr. nel *Glossario* la voce: Banche), la cui quota di mercato è aumentata sia nel segmento delle piccole imprese (dal 43 al 44 per cento), sia in quello delle aziende medie e grandi (dal 28 al 30 per cento).

Il credito complessivamente erogato nel Mezzogiorno alle imprese e alle famiglie produttrici è aumentato del 7,7 per cento, contro il 4,0 del Centro Nord. La crescita del credito alle imprese nelle regioni meridionali è risultata relativamente elevata in tutti i principali comparti produttivi e per tutte le categorie dimensionali di impresa.

Nel Mezzogiorno i prestiti a breve termine sono cresciuti del 3,9 per cento, mentre sono diminuiti del 3,0 per cento al Centro Nord; la componente a medio e a lungo termine è invece aumentata in misura pressoché analoga (11,0 e 11,3, rispettivamente). In una fase di debole crescita economica, la maggiore domanda di finanziamenti a breve termine da parte delle imprese meridionali potrebbe essere stata indotta da una più contenuta dinamica delle fonti interne di finanziamento. Sulla base dell'indagine della Banca d'Italia sulle

imprese dell'industria e dei servizi con almeno 20 addetti, la percentuale delle imprese in perdita è aumentata nelle regioni meridionali al 21 per cento, dal 16 nel 2003, mentre è rimasta stabile in quelle del Centro Nord (19 per cento).

La condizione dell'economia si è riflessa nel ristagno dell'ammontare dei crediti ceduti per operazioni di factoring alle banche e in una diminuzione del 3,0 per cento di quelli ceduti alle società finanziarie. Dopo il lieve calo registrato nel 2003 è sensibilmente aumentato il credito concesso dalle banche per operazioni di leasing (13,7 per cento; tav. D13), soprattutto nel comparto immobiliare; i crediti di leasing erogati dalle società finanziarie sono cresciuti in misura contenuta (1,6 per cento), risentendo dell'effetto di operazioni di cartolarizzazione (7,8 al netto di tali operazioni; cfr. il capitolo della sezione E: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

Tav. D13

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

Voci	Variazioni percentuali sull'anno precedente			Consistenze 2004 (2)	Quote sul totale
	2002	2003	2004 (2)		
Leasing					
Totale crediti	12,5	2,2	4,1	64.220	100,0
Società finanziarie	11,7	2,8	1,6	49.756	77,5
Banche	15,4	-0,2	13,7	14.464	22,5
Factoring					
Totale crediti	2,5	-0,2	-2,6	38.342	100,0
Società finanziarie	3,7	-2,4	-3,0	33.623	87,7
Banche	-8,9	19,8	0,2	4.719	12,3
Credito al consumo					
Totale crediti	9,3	12,2	18,1	60.605	100,0
di cui: <i>carte di credito</i>	32,4	15,7	18,0	8.354	13,8
Società finanziarie	10,0	15,9	20,8	24.998	41,2
di cui: <i>carte di credito</i>	26,7	10,3	14,2	5.112	8,4
<i>per l'acquisto di veicoli</i>	5,2	8,8	14,0	12.387	20,4
Banche	8,8	9,9	16,3	35.607	58,8
di cui: <i>carte di credito</i>	45,4	26,2	24,5	3.242	5,3
<i>Per memoria:</i>					
Altri prestiti bancari alle famiglie consumatrici diversi da quelli per l'acquisto di abitazioni	-3,5	-0,1	2,4	52.680	

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

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

I prestiti alle famiglie. – Nel 2004 i prestiti bancari alle famiglie hanno accelerato al 13,6 per cento, valore molto superiore a quello registrato nell'area dell'euro (7,9 per cento) e, tra i principali paesi, inferiore soltanto a quello della Spagna (fig. D11). Queste differenze sono ascrivibili in buona

parte ai diversi andamenti dei mercati immobiliari. Sebbene negli ultimi anni il credito alle famiglie in Italia sia cresciuto a ritmi più sostenuti rispetto al resto dell'area dell'euro, il suo peso sul totale dei prestiti bancari resta significativamente inferiore (30 per cento, contro 45 nell'area).

Il credito bancario alle sole famiglie consumatrici è aumentato del 15,8 per cento (tav. D11). Nel corso del 2004 sono stati erogati nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni per 49,2 miliardi, l'87 per cento dei quali con tassi indicizzati ai rendimenti di mercato monetario o rinegoziabili entro un anno (per l'area questa quota è pari al 54 per cento). Alla fine dello scorso anno oltre l'80 per cento della consistenza dei mutui concessi alle famiglie era a tasso variabile. Per questi contratti il basso livello dei tassi di interesse consente ai mutuatari di limitare l'importo delle prime rate da rimborsare, a fronte dell'assunzione dei rischi connessi con un rialzo dei rendimenti.

La despecializzazione temporale e funzionale dell'attività creditizia, introdotta agli inizi degli anni novanta e sancita dal Testo unico bancario, ha ampliato l'offerta di mutui alle famiglie, prima concessi esclusivamente da pochi istituti e sezioni di credito speciale con una scarsa diffusione sul territorio. Nello scorso anno, 681 delle 778 banche in attività hanno concesso alle famiglie crediti per l'acquisto di abitazioni. Il mercato dei mutui è caratterizzato da una concentrazione relativamente elevata: su base consolidata, i primi cinque gruppi bancari detengono una quota pari al 55 per cento dei mutui, contro il 46 per il totale dei prestiti. Ciò riflette da un lato la presenza di economie di scala favorite dalla standardizzazione delle procedure di affidamento, anche attraverso l'utilizzo di tecniche di credit scoring, dall'altro la più ampia capacità di raccolta di fondi a medio e a lungo termine dei grandi gruppi, soprattutto mediante emissioni obbligazionarie sull'euromercato e operazioni di cartolarizzazione.

Il credito al consumo erogato da banche e da società finanziarie ha continuato a espandersi rapidamente (tav. D13). Alla fine del 2004 il 57 per cento del credito al consumo concesso dalle banche italiane era costituito da prestiti personali. La parte restante era rappresentata da prestiti "finalizzati" all'acquisto diretto di specifici beni; gran parte di questo segmento di mercato era riconducibile all'operatività di intermediari controllati da gruppi bancari internazionali, specializzati nell'erogazione di prestiti attraverso esercizi commerciali convenzionati. Il credito al consumo facente capo a società finanziarie era costituito per l'80 per cento da prestiti "finalizzati" o concessi mediante carte di credito e per il rimanente 20 per cento da prestiti personali.

In Italia il mercato del credito al consumo, in forte espansione negli ultimi anni, è ancora poco sviluppato nel confronto internazionale. Alla fine del 2004 i finanziamenti bancari destinati all'acquisto di beni di consumo erano pari, in rapporto al PIL, al 2,8 per cento contro il 6,8 dell'area dell'euro (i rispettivi rapporti in Francia e in Germania erano dell'8,1 e del 7,9 per cento).

La crescita sostenuta del credito al consumo è ascrivibile in ampia misura all'aumento della concorrenza e all'innovazione finanziaria. A frenare lo sviluppo del mercato, tuttavia, contribuisce la limitata rilevanza della grande distribuzione commerciale, il cui peso in termini di addetti in Italia è circa un terzo di quello degli altri principali paesi europei. Le grandi catene di distribuzione e gli esercizi commerciali di maggiore dimensione tendono a facilitare lo sviluppo del credito al consumo attraverso un'offerta di sistemi di rateizzazione degli acquisti, spesso non disponibili negli esercizi più piccoli.

I prestiti in sofferenza. – Il flusso dei crediti iscritti a sofferenza nel 2004 (secondo la definizione più ampia di sofferenze rettificata, cfr. il *Glossario*) è stato pari allo 0,9 per cento dei prestiti complessivi (tav. D14 e fig. D13), un valore inferiore di 0,1 punti percentuali a quello del 2003 al netto degli effetti dovuti al dissesto del gruppo Parmalat.

Tav. D14

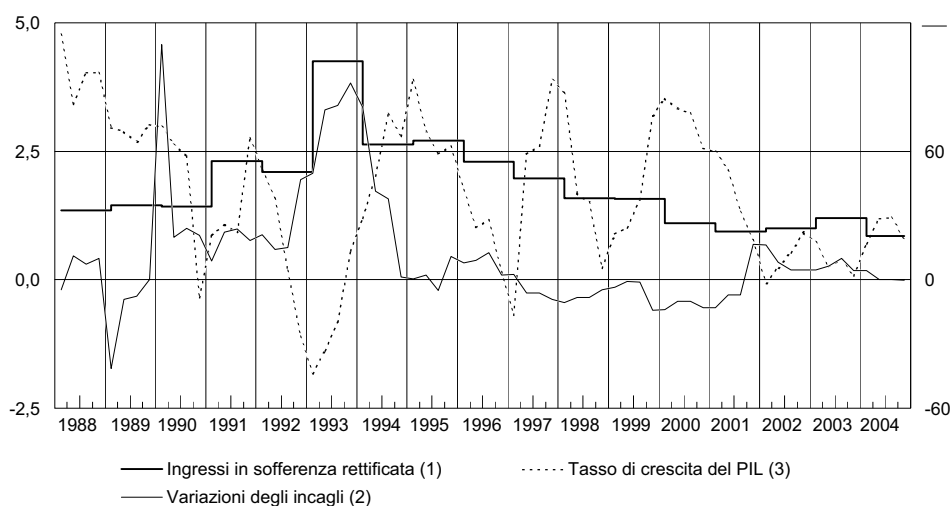
**SOFFERENZE E INCAGLI DELLE BANCHE ITALIANE
PER AREA GEOGRAFICA E SETTORE DI ATTIVITÀ ECONOMICA (1)
(valori percentuali)**

Aree	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese						Famiglie		Totale
			Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie			Consumatrici	Produttrici (2)			
				Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi					
Flusso delle nuove sofferenze nell'anno in rapporto ai prestiti (3)											
<i>Dicembre 2003</i>											
Centro Nord	0,0	0,2	1,7	....	....	2,6	2,2	1,2	0,7	1,3	1,1
Mezzogiorno	0,0	0,1	2,5	....	....	3,7	2,2	2,1	0,8	2,2	1,7
ITALIA	0,0	0,2	1,8	....	....	2,7	2,2	1,3	0,7	1,5	1,2
<i>Dicembre 2004</i>											
Centro Nord	0,0	0,0	1,0	....	....	1,4	1,1	0,9	0,7	1,3	0,8
Mezzogiorno	0,0	0,0	1,8	....	....	2,9	1,8	1,4	1,0	2,0	1,4
ITALIA	0,0	0,0	1,1	....	....	1,5	1,2	1,0	0,8	1,4	0,9
Variazioni sui 12 mesi degli incagli											
<i>Dicembre 2003</i>											
Centro Nord	20,4	-8,8	1,2	-60,6	4,0	0,5	7,1	2,5	7,7	12,1	3,5
Mezzogiorno	-14,9	-7,6	1,5	-35,8	1,5	9,3	-7,7	-5,4	8,4	24,0	6,6
ITALIA	-4,4	-8,7	1,3	-60,4	3,6	2,1	3,0	1,3	7,9	15,2	4,1
<i>Dicembre 2004</i>											
Centro Nord	-23,0	-59,1	0,4	110,0	-1,5	-5,0	-18,0	3,3	3,8	0,0	-0,3
Mezzogiorno	-41,4	-40,3	-2,4	-23,8	-2,4	-17,9	-0,3	1,4	2,3	2,9	-0,6
ITALIA	-34,5	-58,1	-0,1	107,8	-1,7	-7,5	-13,6	3,0	3,4	0,8	-0,3

(1) La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. – (2) Società di persone e imprese individuali con numero di addetti fino a 5. – (3) Flusso delle "sofferenze rettificata" negli ultimi 12 mesi in rapporto alle consistenze dei prestiti non in "sofferenza rettificata" in essere alla fine dell'anno precedente. L'informazione relativa alle finanziarie di partecipazione e alle società non finanziarie non è disponibile. I dati delle nuove "sofferenze rettificata" sono tratti dalle segnalazioni alla Centrale dei rischi.

Fig. D13

**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 delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Sul trimestre corrispondente dell'anno precedente. Scala di destra. – (3) A prezzi costanti sul trimestre corrispondente dell'anno precedente. Scala di sinistra.

A contenere le sofferenze, in una prolungata fase di bassa crescita dell'economia, ha contribuito la relativa stabilità della situazione finanziaria delle imprese. Nel triennio 2001-03 la quota delle imprese in condizioni finanziarie meno favorevoli si è mantenuta in linea con quella registrata durante il triennio 1998-2000, caratterizzato da un miglior andamento congiunturale (cfr. il riquadro: Le condizioni finanziarie delle imprese italiane nel periodo 1990-2003, in Bollettino Economico n. 44, 2005). Ciò è riflesso, secondo i dati dell'anagrafe delle Camere di commercio, dalla stabilità del tasso di mortalità delle imprese.

La quota dei prestiti entrati in sofferenza è diminuita sia nelle regioni del Centro Nord (dall'1,1 allo 0,8 per cento), sia in quelle del Mezzogiorno (dall'1,7 all'1,4). A livello settoriale, l'incidenza delle nuove sofferenze è lievemente aumentata per le famiglie consumatrici; si è ridotta per le famiglie produttrici e le imprese. Il tasso di ingresso in sofferenza è sceso per i comparti dei prodotti alimentari e dei mezzi di trasporto, è aumentato per quello dei prodotti chimici.

Nel 2004 la consistenza dei crediti inesigibili in rapporto al totale dei prestiti è rimasta invariata, al 4,7 per cento. Se calcolate al valore di realizzo, le sofferenze sono diminuite dal 2,2 al 2,0 per cento dei prestiti; alla fine dello scorso marzo erano scese ulteriormente, all'1,8 per cento.

Il flusso lordo delle esposizioni verso clienti in temporanea difficoltà (partite incagliate) è stato pari all'1,7 per cento dei prestiti (2,1 nel 2003).

La consistenza delle partite incagliate si è ridotta dello 0,3 per cento (era cresciuta del 4,1 nel 2003); la flessione ha riguardato sia le regioni del Centro Nord sia quelle del Mezzogiorno.

Le condizioni di offerta del credito e i tassi di interesse

Le condizioni di offerta del credito. – Nel 2004 le banche hanno mantenuto condizioni espansive nell’offerta di credito. Il differenziale tra il tasso medio sui prestiti a breve termine e quello minimo, che tende ad ampliarsi nelle fasi di restrizione dell’offerta di finanziamenti, si è lievemente ridotto, al 2,6 per cento (2,7 alla fine del 2003). Il grado di dispersione dei tassi di interesse a breve termine applicati alle diverse classi dimensionali di impresa è risultato sostanzialmente stabile. I margini disponibili sulle linee di credito in conto corrente sono rimasti ampi per tutte le categorie di clientela.

I gruppi bancari italiani partecipanti all’indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall’Eurosistema hanno indicato di non aver apportato modifiche sostanziali ai criteri di concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie. Tra i fattori che nel 2004 hanno influenzato le condizioni di offerta alle imprese si rileva nel complesso una compensazione tra gli effetti espansivi derivanti dalla pressione concorrenziale e quelli restrittivi determinati dai rischi legati alla congiuntura.

Un’analisi econometrica indica che alla fine dello scorso anno l’andamento dei prestiti alle imprese era in linea con quanto atteso sulla base delle determinanti macroeconomiche della domanda di finanziamenti bancari. Alla decelerazione registrata nel 2004 ha contribuito per circa due terzi l’elevata capacità di autofinanziamento delle imprese. L’indicazione è in linea con le valutazioni sull’andamento della domanda espresse dagli intermediari italiani partecipanti all’indagine trimestrale dell’Eurosistema.

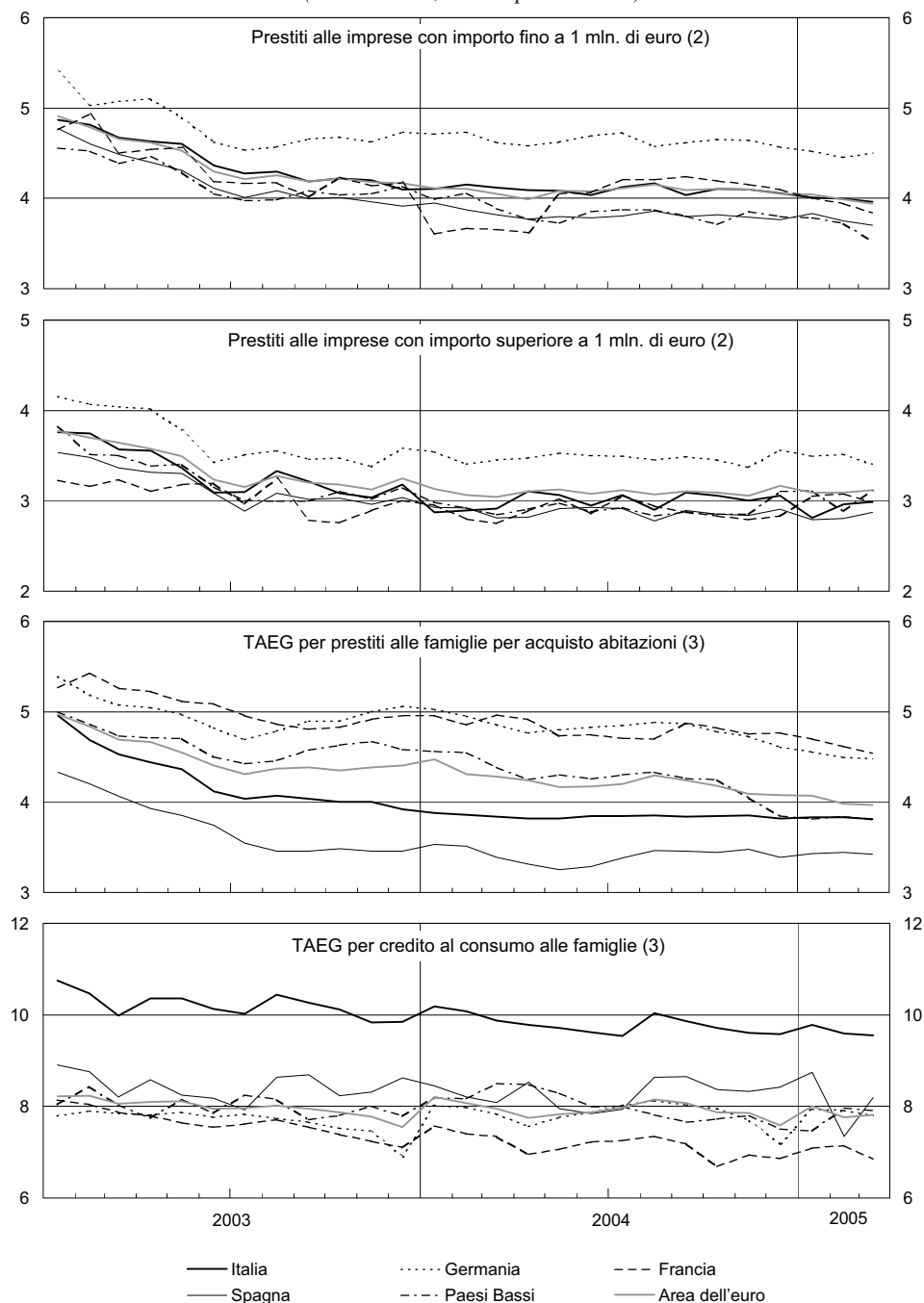
I tassi di interesse. – Nel 2004 il costo medio del credito bancario, valutato sulle consistenze, è stato pari al 4,4 per cento per le imprese e al 5,7 per le famiglie, in linea con i valori medi dell’area dell’euro.

Il tasso d’interesse applicato alle erogazioni di nuovi prestiti a scadenza di ammontare fino a un milione di euro, che approssima le condizioni del credito per le imprese di minore dimensione, è stato pari al 4,1 per cento sia in Italia sia nell’area (fig. D14); quello sui prestiti superiori a un milione di euro è stato del 3,0 per cento nel nostro paese e del 3,1 nell’area.

Fig. D14

**TASSI ARMONIZZATI SUI PRESTITI NEI MAGGIORI PAESI
DELL'AREA DELL'EURO: NUOVE OPERAZIONI (1)**

(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.

(1) Contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Tasso medio alle imprese non finanziarie ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. La classe di importo si riferisce alla singola operazione. – (3) Il TAEG è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative). Esso è ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. Include anche le famiglie produttrici e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

cento per quelle di importo superiore. I tassi di interesse sulle operazioni di leasing sono diminuiti dal 9,2 all'8,7 per cento per i finanziamenti di importo compreso tra 5.000 e 25.000 euro, dal 7,7 al 7,4 per quelli tra 25.000 e 50.000 euro e dal 5,5 al 5,3 per quelli di importo superiore.

La raccolta e i titoli in deposito presso le banche

Nel 2004 la crescita della raccolta bancaria sull'interno è stata del 7,2 per cento, in linea con quella registrata nell'area (tav. D9). L'accelerazione rispetto al 2003 è dovuta principalmente all'aumento delle emissioni obbligazionarie (10,8 per cento) e alla ripresa dei pronti contro termine (4,7 per cento, contro -15,7 nel 2003).

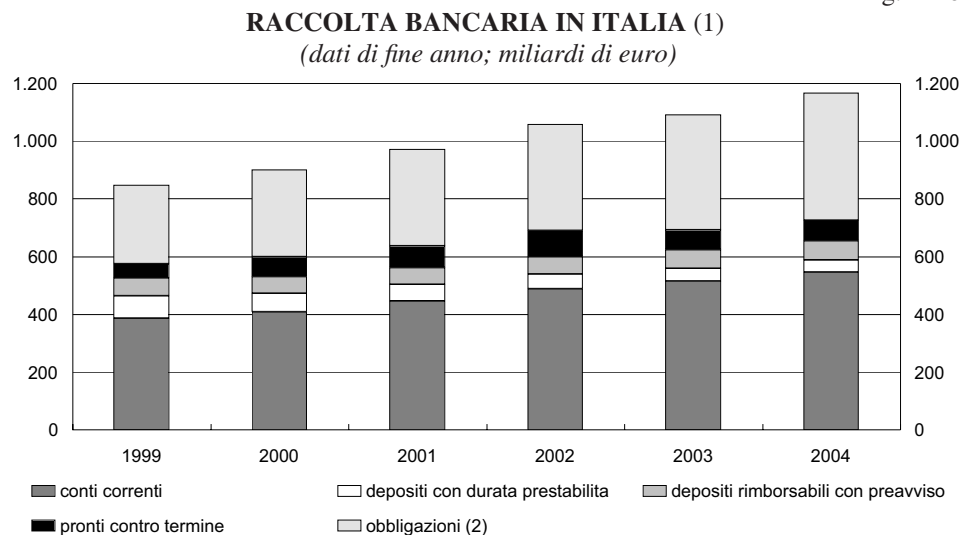
L'espansione dei depositi in conto corrente è stata del 6,2 per cento, ascrivibile per circa il 60 per cento alle famiglie consumatrici; quella dei depositi rimborsabili con preavviso è stata del 4,7 per cento. In quest'ultimo comparto l'aumento è interamente riconducibile ai depositi presso filiali di banche estere operanti in Italia, che offrono forme innovative di raccolta costituite da conti a elevato rendimento movimentabili con breve preavviso per via informatica o telefonica.

Negli ultimi due anni, interrompendo un prolungato periodo di crescita iniziato nel dopoguerra, il numero dei conti correnti presso le banche italiane è diminuito del 3,3 per cento. La riduzione è dipesa esclusivamente dalle famiglie, che detengono oltre il 90 per cento dei conti correnti bancari, e ha riguardato tutte le aree del Paese. La dinamica risulta fortemente differenziata tra le diverse categorie di banche: per le "maggiori" e "grandi" il numero di conti correnti delle famiglie nel biennio è diminuito, rispettivamente, dell'8,2 e del 5,3 per cento, mentre per quelle "minori" è aumentato dell'8,3 per cento. Il calo del numero dei conti correnti bancari è stato più che compensato dall'aumento di quelli presso le Poste, in forte crescita negli ultimi anni. Dal 1998 le Poste hanno progressivamente ampliato la gamma di servizi offerti alla clientela (bonifici, assegni, carte di debito, deposito titoli), praticando anche tassi di interesse in media più elevati di quelli corrisposti dalle banche. Informazioni tratte dall'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane indicano che la percentuale dei nuclei familiari che detenevano almeno un conto corrente postale è cresciuta dall'1 per cento del 1998 all'11 del 2002, mentre la quota di famiglie in possesso di almeno un conto corrente bancario è rimasta stabile al 73 per cento.

Le obbligazioni rappresentano il 37,7 per cento del totale della raccolta bancaria (fig. D16). Delle nuove emissioni un terzo è stato collocato sull'euromercato; il 30 per cento è a tasso fisso.

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

Fig. D16



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.

Per le famiglie, nel 2004 il rendimento medio dei conti correnti è rimasto invariato allo 0,6 per cento in Italia e allo 0,7 nell'area dell'euro (fig. D17); il tasso medio sul complesso dei depositi era pari a dicembre, rispettivamente, allo 0,83 e all'1,77 per cento.

La maggiore remunerazione dei depositi delle famiglie nell'area dell'euro rispetto all'Italia dipende per 0,64 punti dalla diversa composizione dei depositi per forma tecnica. Alla fine dello scorso anno, i conti correnti, normalmente meno remunerati tra i vari strumenti di raccolta in ragione della loro maggiore liquidità, rappresentavano in Italia il 72 per cento del totale dei depositi, contro il 33 nell'area. Al divario contribuisce inoltre, per 0,20 punti, la minore remunerazione in Italia dei depositi rimborsabili con preavviso e a scadenza predeterminata.

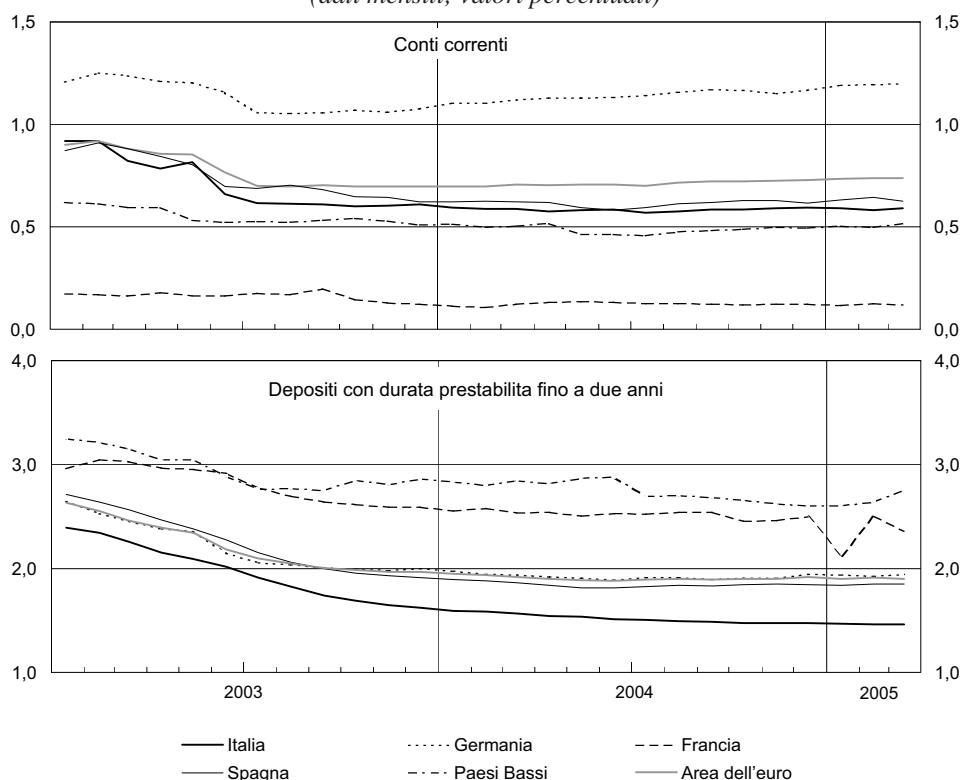
Il rendimento delle obbligazioni bancarie a tasso fisso è diminuito di 0,2 punti percentuali, al 3,0 per cento; il differenziale tra la remunerazione dei BTP quinquennali e quella delle emissioni obbligazionarie si è annullato (era positivo per 0,4 punti percentuali nel 2003).

Nel 2004 i titoli depositati dalla clientela ordinaria presso le banche, contabilizzati al valore nominale, sono lievemente aumentati (a 1.526 miliardi; tav. D15). I titoli depositati dalle famiglie si sono ridotti dell'1,9 per cento.

Nell'anno il valore di mercato delle negoziazioni di titoli effettuate dalle banche per conto della clientela (escluse le operazioni in derivati) è stato di 904 miliardi, in lieve diminuzione rispetto al valore registrato nel 2003 (921 miliardi). Il calo ha riguardato principalmente le negoziazioni di titoli di Stato, anche per effetto del livello molto basso della variabilità dei loro rendimenti (cfr. il capitolo: Il mercato dei valori mobiliari).

Fig. D17

**TASSI ARMONIZZATI SUI DEPOSITI ALLE FAMIGLIE
NEI MAGGIORI PAESI DELL'AREA DELL'EURO (1)**
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati BCE e statistiche nazionali.
(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il portafoglio titoli e la posizione netta sull'estero delle banche

Il portafoglio titoli. – Nel 2004 il valore dei titoli di proprietà delle banche, escludendo gli effetti dovuti alle variazioni dei corsi, si è ridotto del 2,8 per cento (tav. D10). Il calo ha interessato esclusivamente i titoli di Stato (-12,4 per cento), la cui incidenza sul portafoglio è scesa di quasi cinque punti percentuali, al 54 per cento. Il 9 per cento del portafoglio delle banche è costituito da titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (7 per cento nel 2003).

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			
2003						
OICR	323,1	6,0	180,9	2,9	10,5	113,6
SIM e società fiduciarie ...	69,9	2,5	22,2	2,9	5,3	34,6
Società assicurative	221,8	25,5	102,9	3,9	6,2	75,3
Altre società finanziarie ...	43,2	4,5	14,3	10,3	1,7	9,7
Imprese (3)	115,4	20,9	16,7	41,9	13,6	16,9
Famiglie consumatrici	713,2	220,6	173,9	24,9	138,3	139,6
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i>	75,2	1,2	22,8	0,8	24,0	24,7
Altri	19,2	1,5	5,2	7,6	0,3	3,5
Totale	1.505,7	281,6	516,2	94,5	175,9	393,2
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i>	103,9	2,2	36,2	1,0	28,0	33,8
2004						
OICR	330,9	6,2	168,4	3,2	17,1	125,6
SIM e società fiduciarie ...	64,4	2,4	23,9	2,9	5,6	27,5
Società assicurative	249,5	30,6	113,6	3,9	2,7	90,2
Altre società finanziarie ...	49,9	5,3	17,8	11,2	1,1	11,7
Imprese (3)	113,1	20,9	17,1	41,0	12,3	16,0
Famiglie consumatrici	699,7	226,7	174,7	26,8	127,2	131,2
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i>	63,4	1,4	19,6	0,6	16,1	25,1
Altri	18,6	1,5	5,1	7,2	0,3	3,3
Totale	1.526,1	293,7	520,6	96,2	166,3	405,5
di cui: <i>gestioni patrimoniali bancarie</i>	89,7	2,5	32,6	0,8	18,6	33,9
<small>(1) Clientela residente in Italia diversa dalle banche. – (2) 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.</small>						

Tra il 1997 e il 2004 il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli) e l'aggregato che le comprende assieme ai prestiti si è ridotto di 5,8 punti percentuali, al 15,4 per cento. Una diminuzione è stata registrata anche in Spagna (di 3,7 punti, al 17,0 per cento), mentre in Francia e in Germania si è avuto un aumento (rispettivamente di 1,6 e 5,4 punti, al 26,5 e 25,0 per cento). La forte riduzione registrata nel nostro paese riflette, tra gli altri fattori, l'intenso processo di ristrutturazione del sistema bancario, che ha favorito l'accentramento della gestione della liquidità e una crescita delle relazioni interbancarie infra-gruppo; queste ultime alla fine dello scorso anno rappresentavano oltre due terzi del totale delle attività interbancarie complessive (10,0 per cento nel 1997).

La struttura delle relazioni interbancarie può influenzare la propagazione nel sistema bancario di eventuali difficoltà finanziarie di uno o più operatori (il cosiddetto contagio finanziario). L'esposizione delle banche italiane al rischio di contagio nel mercato interbancario, in presenza di un forte aumento delle relazioni infra-gruppo, rimane molto contenuta. Sulla base di simulazioni riferite alle esposizioni interbancarie in essere alla fine del 2003, l'eventuale insolvenza di una banca, anche nell'ipotesi estrema di assenza di interventi di ultima istanza o di azioni di ricapitalizzazione, si trasmetterebbe a un numero modesto di intermediari, che in media rappresentano tra lo 0,02 e l'1,6 per cento del totale delle attività del sistema bancario (a seconda che si ipotizzino perdite sulle esposizioni interbancarie verso i soggetti in difficoltà comprese tra il 10 e il 100 per cento). Nel confronto internazionale, il rischio di contagio risulta in linea con quello stimabile per i sistemi dei principali paesi europei.

Alla fine del 2004 il valore di mercato delle azioni e delle partecipazioni detenute dalle banche italiane nel capitale di società dell'area dell'euro era di 116,5 miliardi, pari al 5,7 per cento del totale delle attività (escluse quelle interbancarie). Le analoghe quote erano pari al 7,8 in Francia, al 5,6 in Germania e al 5,4 in Spagna. Il 50 per cento del portafoglio azionario delle banche italiane era costituito da partecipazioni in altri istituti bancari, un valore prossimo a quello registrato in Francia (43) e significativamente più elevato rispetto a quello in Germania (14) e in Spagna (16).

La posizione netta sull'estero. – Escludendo gli effetti dovuti alle variazioni dei cambi, l'indebitamento netto sull'estero delle banche italiane è diminuito di 12,7 miliardi (tav. D16). Alla fine dell'anno la posizione netta sull'estero era debitoria per 54,8 miliardi. Il saldo era creditorio per 18,4 nei confronti dei paesi dell'area e debitorio per 73,2 miliardi verso gli altri paesi.

La riduzione dell'indebitamento netto verso l'estero è il risultato di un aumento delle attività (23,6 miliardi) superiore a quello delle passività (10,9 miliardi). Il miglioramento ha riguardato prevalentemente posizioni in euro e nei confronti di operatori residenti in altri paesi dell'area. Circa due terzi delle passività nette del sistema bancario italiano sono nei confronti di soggetti operanti nel Regno Unito (erano la metà nel 2003).

Il saldo tra le attività e le passività in valuta (posizione netta in cambi) è debitorio per tutte le principali divise tranne lo yen. La raccolta estera soggetta a rischio di cambio, nonostante la riduzione dell'indebitamento netto, è rimasta pressoché costante, a 26,1 miliardi. I requisiti patrimoniali a fronte del rischio di cambio rappresentavano alla fine del 2004 lo 0,2 per cento del patrimonio di vigilanza (0,3 nel 2003; cfr. nell'Appendice: tav. aE11).

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

Voci	2002	2003	2004	Variazioni 2003/2004 (2)
Attività (a)=(b)+(c)	212.305	212.766	241.783	23.615
Area dell'euro (b)	122.727	130.111	157.924	24.979
Istituzioni monetarie e finanziarie	83.975	85.712	106.860	18.804
Altri residenti nell'area	38.752	44.398	51.064	6.176
di cui: <i>prestiti</i>	13.654	16.127	13.528	-2.422
<i>titoli</i>	14.025	16.243	25.125	8.384
Resto del mondo (c)	89.578	82.655	83.859	-1.364
Passività (d)=(e)+(f)	266.968	287.441	296.555	10.872
Area dell'euro (e)	120.942	128.213	139.521	11.781
Istituzioni monetarie e finanziarie	111.654	118.928	126.294	7.788
Altri residenti nell'area	9.288	9.285	13.227	3.993
Resto del mondo (f)	146.026	159.227	157.033	-909
Passività nette (d)-(a)	54.662	74.675	54.772	-12.743
Area dell'euro (e)-(b)	-1.786	-1.897	-18.403	-13.198
Resto del mondo (f)-(c)	56.448	76.572	73.175	455

(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.

I conti economici

Sulla base dei dati riferiti ai bilanci non consolidati, nel 2004 il margine d'interesse delle banche italiane è aumentato dell'1,5 per cento (0,8 nel 2003; tav. D17), in seguito a un aumento dei volumi intermediati e a una riduzione degli oneri sostenuti per la copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse. La differenza tra rendimento unitario dei prestiti e costo medio della raccolta è invece lievemente diminuita, a 3,5 punti percentuali (cfr. nell'Appendice: tav. aD19).

Nel periodo 2001-04 il differenziale tra il rendimento unitario dei prestiti e il costo medio della raccolta si è ridotto di 0,4 punti percentuali. Il calo è interamente dovuto all'allungamento delle scadenze, che ha interessato sia le attività sia le passività. Nel quadriennio il rendimento unitario dei prestiti a breve termine è stato in media superiore di 2,9 punti rispetto a quello dei finanziamenti a più lunga scadenza; nello stesso periodo il differenziale tra il costo dei depositi e quello della raccolta obbligazionaria è stato negativo per 2,1 punti.

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

Voci	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
	In percentuale dei fondi intermediati				Variazioni percentuali (3)			
Margine d'interesse (a)	1,93	1,91	1,77	1,67	5,6	4,9	0,8	1,5
Altri ricavi netti (b) (2)	1,75	1,46	1,42	1,32	4,1	-12,0	5,7	-0,7
di cui: <i>negoziazione</i>	0,13	0,07	0,13	0,07	(-3,7)	(-8,2)	(8,9)	(-0,8)
servizi	0,67	0,59	0,55	0,55	-18,0	-42,9	95,4	-41,8
altre operazioni finanziarie (2)	0,67	0,51	0,43	0,39	-12,7	-7,7	1,0	6,4
					34,7	-19,0	-7,7	-3,1
					(17,4)	(-10,1)	(-4,4)	(-5,3)
Margine d'intermediazione (c=a+b) (2)	3,68	3,37	3,19	2,99	4,9	-3,1	2,9	0,5
					(1,5)	(-0,6)	(4,0)	(0,6)
Costi operativi (d)	2,03	2,02	1,95	1,81	4,0	4,5	4,9	-0,1
di cui: <i>per il personale bancario</i> (3)	1,11	1,10	1,07	0,98	1,0	4,9	5,2	-1,3
Risultato di gestione (e=c-d) (2)	1,65	1,36	1,25	1,18	6,1	-12,5	-0,1	1,6
					(-2,2)	(-8,6)	(2,3)	(1,8)
Rettifiche e riprese di valore e accantonamenti (f)	0,66	0,56	0,52	0,28	91,3	-10,2	0,8	-41,1
di cui: <i>su crediti</i>	0,37	0,38	0,42	0,31	11,0	7,5	21,1	-20,0
Utile lordo (g=e-f) (2)	0,99	0,80	0,73	0,90	-17,9	-14,1	-0,7	31,8
					(-34,2)	(-7,0)	(3,8)	(42,7)
Imposte (h)	0,39	0,30	0,22	0,25	-14,4	-18,8	-21,5	20,5
Utile netto (g-h)	0,59	0,50	0,51	0,65	-20,1	-11,0	12,1	36,6
Dividendi distribuiti	0,39	0,33	0,34	0,38	-3,7	-11,5	11,5	21,7
	Altri indicatori							
	Utile lordo				Utile netto			
Utile in percentuale del capitale e delle riserve (ROE) (4)	14,5	10,5	10,4	13,1	8,8	6,2	7,2	9,5
	Consistenze				Variazioni percentuali			
Fondi intermediati (<i>milioni di euro</i>)	1.889.724	1.998.624	2.170.483	2.327.988	5,5	5,7	8,5	7,3
Dipendenti totali	345.193	342.555	339.377	337.973	0,5	-0,7	-1,1	-0,4
di cui: <i>dipendenti bancari</i>	342.279	340.560	338.288	336.979	0,8	-0,4	-0,8	-0,4
Fondi intermediati per dipendente (<i>migliaia di euro</i>)								
Valori nominali	5.474	5.835	6.396	6.888	5,0	6,5	9,7	7,7
Valori a prezzi costanti (5)	4.723	4.911	5.242	5.524	2,2	3,9	6,8	5,4
Costo unitario del personale (<i>migliaia di euro</i>)								
Valori nominali (6)	61,1	62,4	64,2	65,6	0,8	2,0	3,0	2,2
Valori a prezzi costanti (5) (6)	52,7	52,5	52,6	52,6	-1,9	-0,6	0,4	0,0
<i>Per memoria (7):</i>								
Fondi intermediati (<i>milioni di euro</i>)	1.893.413	2.006.179	2.174.905	2.334.279	5,8	6,0	8,4	7,3
Numero dei dipendenti totali (8)	343.814	341.615	337.684	337.162	-0,2	-0,6	-1,2	-0,2
di cui: <i>dipendenti bancari</i> (8)	341.297	340.440	336.649	336.205	0,1	-0,3	-1,1	-0,1

(1) Per le modalità di calcolo e la definizione delle voci cfr. nell'Appendice le sezioni: *Note metodologiche* e *Glossario*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati dell'ultimo anno sono provvisori. – (2) Fra parentesi sono riportati i tassi di crescita calcolati escludendo i dividendi percepiti su partecipazioni bancarie se inclusi nell'aggregato. – (3) 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) All'utile sono sommati il reddito netto delle filiali all'estero e la variazione del fondo rischi bancari generali. – (5) Dati deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (base 1995=100). – (6) Sono esclusi dalle spese per il personale bancario gli oneri straordinari per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. – (7) Dati riferiti all'intero sistema bancario, incluse le banche che non hanno inviato le informazioni di conto economico. – (8) Dati di fine periodo.

I ricavi da servizi sono aumentati del 6,4 per cento (1,0 nel 2003). Alla crescita hanno contribuito in gran parte i proventi derivanti dalla distribuzione di servizi di terzi (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*) e in misura più contenuta quelli riconducibili alla gestione professionale del risparmio. Le commissioni di incasso e pagamento sono aumentate del 2,2 per cento; la più lenta crescita rispetto al 2003 (6,4 per cento) è dovuta al rallentamento delle operazioni effettuate con carte di debito.

Negli ultimi cinque anni le banche italiane hanno progressivamente ampliato la distribuzione di servizi di altre società, principalmente assicurativi e di gestione patrimoniale. Nel 2004 queste attività hanno generato proventi pari al 27 per cento del totale dei ricavi da servizi (9 nel 2000); tale quota risulta più elevata per le banche "piccole" e "minori" (34 per cento nel 2004, contro 13 nel 2000).

I ricavi netti dall'attività di negoziazione di titoli e di valute sono scesi del 41,8 per cento, per effetto della contrazione dei proventi da operazioni in derivati su tassi di interesse. I ricavi da altre operazioni finanziarie sono diminuiti del 3,1 per cento, risentendo della riduzione dei dividendi sulle partecipazioni azionarie (-2,2 per cento).

Il margine d'intermediazione, escludendo i dividendi da azioni e partecipazioni in istituti di credito (circa la metà del totale dei dividendi), è cresciuto dello 0,6 per cento (4,0 nel 2003).

Nel 2004 l'andamento della redditività bancaria è risultato più favorevole per gli intermediari di minore dimensione. Le banche "piccole" e "minori" hanno registrato un aumento del margine d'interesse pari al 9,6 per cento (contro una diminuzione del 2,4 per le altre banche), in connessione con la maggiore espansione degli impieghi e la minore riduzione del differenziale tra il rendimento unitario dei prestiti e il costo medio della raccolta. Gli altri ricavi sono cresciuti del 4,9 per cento (-3,0 per le altre banche), principalmente per effetto del forte aumento dei proventi da servizi. Complessivamente il margine d'intermediazione delle banche di minore dimensione è cresciuto del 7,9 per cento, mentre quello delle altre banche si è ridotto del 2,7 per cento.

Le spese per il personale sono diminuite dell'1,3 per cento (erano aumentate del 5,2 nel 2003), in seguito al forte calo degli oneri per la cessazione anticipata dei rapporti di lavoro. Al netto di tali oneri le spese per il personale sono cresciute dell'1,8 per cento.

Da un'indagine condotta presso i primi 19 gruppi creditizi italiani (ai quali fa capo il 77 per cento del totale del personale bancario) risulta che gli oneri contabilizzati nel conto economico del 2004 per cessazioni anticipate del rapporto di lavoro sono stati pari a 765 milioni (1.447 nel 2003); circa un terzo di tali costi (218 milioni) si riferisce a interventi gestiti dal Fondo di solidarietà (cfr. la Relazione sull'anno 2000). Gli oneri sono

riconducibili a 4.357 interruzioni del rapporto di lavoro avvenute nel 2004, a 7.664 che hanno avuto luogo in anni precedenti e a 4.827 rapporti di lavoro interessati da piani di ristrutturazione non ancora realizzati.

Il numero dei dipendenti bancari si è ridotto dello 0,4 per cento. Il costo unitario per il personale è cresciuto del 2,2 per cento, a 65.600 euro; l'aumento è in larga parte dovuto agli accantonamenti per l'adeguamento delle retribuzioni stabilito dal nuovo contratto nazionale.

Nel febbraio di quest'anno è stato rinnovato il contratto collettivo del settore bancario, sia per la parte normativa sia per quella economica, per il periodo 2004-05. Il nuovo accordo prevede per il biennio un aumento delle retribuzioni contrattuali medie pari al 5,8 per cento. Per lo scarto tra inflazione effettiva e programmata nel periodo 2002-03 è stato riconosciuto un aumento dell'1,9 per cento, corrisposto a titolo di una tantum nel febbraio 2005. Con decorrenza dallo stesso mese è stato inoltre riconosciuto un incremento del 2,0 per cento per il recupero del potere d'acquisto per il 2004. Infine sono previsti due ulteriori aumenti in luglio e in dicembre (0,9 e 1,0 per cento, rispettivamente) a fronte dell'inflazione programmata per il 2005.

Tra il 1998, anno in cui fu raggiunta l'intesa contrattuale tra l'ABI e le organizzazioni sindacali per il contenimento della dinamica retributiva, e il 2004 il costo unitario del personale è diminuito in media dell'1,2 per cento all'anno in termini reali (è aumentato dell'1,1 in termini nominali). Nello stesso periodo il numero dei dipendenti bancari è diminuito in media dello 0,3 per cento all'anno. La riduzione del costo unitario del personale in termini reali ha interessato tutte le classi dimensionali di intermediari. Il calo del numero dei dipendenti bancari ha invece riguardato solo le banche più grandi (-1,7 per cento), mentre è aumentato il personale delle banche "piccole" e "minori" (3,4 per cento).

Nel complesso i costi operativi sono rimasti pressoché invariati. Il risultato di gestione è aumentato dell'1,8 per cento (2,3 nel 2003).

Le rettifiche nette di valore su cespiti patrimoniali e gli accantonamenti si sono ridotti del 41,1 per cento e hanno assorbito il 24 per cento del risultato di gestione (42 nel 2003).

La diminuzione delle rettifiche nette su cespiti patrimoniali è ascrivibile a due fattori. In primo luogo, le svalutazioni e gli accantonamenti su crediti si sono ridotti (-20,0 per cento), dopo l'aumento determinato nel 2003 dal dissesto del gruppo Parmalat. In secondo luogo, le banche si sono adeguate alle disposizioni del decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37, che elimina la possibilità di effettuare rettifiche di valore e accantonamenti in applicazione di norme tributarie e impone di annullare l'effetto di quelle realizzate nei precedenti esercizi, evidenziando l'importo delle correzioni nelle voci straordinarie (cosiddetto disinquinamento fiscale); ciò ha determinato un forte aumento del saldo tra sopravvenienze e insussistenze dell'attivo e del passivo.

Al netto delle imposte dirette l'utile è aumentato del 36,6 per cento. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), ottenuto sommando agli utili la variazione del fondo rischi bancari generali (-63 milioni) e il reddito netto delle filiali all'estero (292 milioni) è stato pari al 9,5 per cento (7,2 nel 2003).

La redditività delle banche italiane nel periodo 1999-2003 è risultata in linea con quella media dell'area dell'euro e inferiore a quella dei sistemi bancari anglosassoni, che hanno beneficiato del migliore andamento dell'economia reale. Una stima econometrica condotta con riferimento ai sistemi bancari dei principali paesi industriali per il periodo 1981-2003 pone in luce la relazione positiva tra redditività bancaria e sviluppo economico. In particolare, una più sostenuta dinamica del PIL accresce il margine di interesse delle banche (attraverso la maggiore domanda di finanziamenti) e contiene le svalutazioni dei cespiti patrimoniali (grazie all'effetto positivo sulla qualità del credito). Un aumento dei tassi di interesse a breve termine ha conseguenze di rilievo sulle perdite su crediti, riducendo la capacità dei debitori di onorare il servizio del debito e aumentando la loro probabilità di fallimento. Tassi di interesse a medio e a lungo termine più elevati si accompagnano invece a un più alto margine di interesse, in ragione del fatto che la durata media dell'attivo dei bilanci bancari è solitamente superiore a quella del passivo.

Il sistema bancario italiano ha ampliato la dotazione patrimoniale. A dicembre del 2004 il patrimonio di vigilanza ammontava, su base consolidata, a 149,2 miliardi (cfr. nell'Appendice: tav. aE10), il 7 per cento in più rispetto a un anno prima. Il coefficiente di solvibilità (rapporto tra il patrimonio di vigilanza e le attività ponderate per il rischio) era lievemente aumentato, all'11,6 per cento (cfr. il capitolo della sezione E: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2004 la raccolta netta consolidata degli investitori istituzionali italiani si è ridotta del 17,5 per cento, a 59 miliardi di euro (tav. D18). Per effetto anche dell'incremento dei corsi azionari e obbligazionari, il patrimonio netto consolidato è salito del 7,8 per cento, a 1.176 miliardi; in rapporto al PIL è aumentato di 3,2 punti percentuali, all'87,0 per cento.

Tav. D18

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

Voci	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2003	2004 (1)	2003	2004 (1)	Quote percentuali	
					2003	2004 (1)
Fondi comuni (2)	11.381	-15.212	403.618	399.882	34,2	31,9
Assicurazioni (3)	46.670	43.848	330.240	374.088	28,0	29,8
Fondi pensione (4)	1.713	1.717	29.115	30.832	2,5	2,5
Gestioni patrimoniali	5.364	14.296	418.128	448.661	35,4	35,8
Totale ...	65.128	44.649	1.181.101	1.253.463	100,0	100,0
Totale consolidato (5)	71.130	58.691	1.090.393	1.175.861	–	–
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>5,5</i>	<i>4,3</i>	<i>83,8</i>	<i>87,0</i>	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Isvap, ANIA e Covip.
(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (3) Riserve tecniche. – (4) Attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle altre categorie di intermediari.

In Italia, agli investitori istituzionali fa capo il 29,9 per cento delle attività finanziarie complessive delle famiglie, un livello comparativamente basso rispetto agli altri maggiori paesi; alla fine del 2003 tale rapporto era pari al 35,6 per cento in Germania, al 39,0 in Francia e al 41,8 negli Stati Uniti (tav. D19). Tra il 2000 e il 2004 la quota del portafoglio delle famiglie italiane gestita dagli investitori istituzionali si è leggermente ridotta. Il calo dei fondi comuni è stato in parte compensato dall'aumento delle polizze assicurative e delle gestioni patrimoniali. Negli altri principali paesi dell'area dell'euro e negli Stati Uniti il peso degli investitori istituzionali è invece aumentato, per effetto di una moderata crescita dei fondi comuni e dell'espansione delle polizze assicurative.

In presenza di una decisa ripresa degli acquisti diretti di titoli di Stato da parte delle famiglie, si sono avuti cospicui riscatti netti di quote di fondi comu-

ni armonizzati (i tradizionali fondi aperti che investono principalmente in titoli quotati). È nel contempo proseguito lo sviluppo dei fondi speculativi di diritto italiano, degli *exchange-traded funds* (ETF) e dei fondi chiusi immobiliari.

Tav. D19

**INCIDENZA DEL PATRIMONIO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI
SULLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE NEI PRINCIPALI
PAESI DELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI**

(dati di fine periodo; valori percentuali)

Voci	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (1)
Italia						
Fondi comuni (2)	18,6	16,6	14,3	12,0	12,2	10,3
Assicurazioni	6,1	6,9	8,1	9,2	10,3	10,4
Fondi pensione	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9
Altre istituzioni (3)	7,7	6,7	8,0	8,6	8,6	8,3
Totale ...	33,3	31,1	31,3	30,8	32,1	29,9
<i>in percentuale del PIL ...</i>	<i>78,2</i>	<i>73,8</i>	<i>70,6</i>	<i>67,9</i>	<i>72,0</i>	<i>73,5</i>
Francia						
Fondi comuni (2)	8,7	9,2	9,4	9,4	9,2	10,0
Assicurazioni	21,8	24,4	26,4	29,4	29,8	33,9
Totale ...	30,5	33,6	35,8	38,8	39,0	43,9
<i>in percentuale del PIL ...</i>	<i>71,2</i>	<i>73,1</i>	<i>73,6</i>	<i>72,3</i>	<i>76,7</i>	<i>77,4</i>
Germania						
Fondi comuni (2)	10,1	11,2	11,7	11,5	11,8	....
Assicurazioni (4)	19,5	20,6	21,4	24,3	23,8	....
Fondi pensione (4)	1,9	1,9	1,9	....	....	....
Totale ...	31,5	33,7	35,0	35,8	35,6	....
<i>in percentuale del PIL ...</i>	<i>56,0</i>	<i>59,6</i>	<i>61,7</i>	<i>61,7</i>	<i>64,4</i>	<i>....</i>
Stati Uniti						
Fondi comuni (2)	11,0	11,3	11,8	11,4	11,7	12,1
Assicurazioni	7,4	7,9	8,6	9,8	9,5	9,8
Fondi pensione (5)	19,9	19,5	18,6	17,2	17,9	18,0
Altre istituzioni (6)	3,3	3,3	3,0	2,8	2,7	2,6
Totale ...	41,6	42,0	42,0	41,2	41,8	42,5
<i>in percentuale del PIL ...</i>	<i>155,7</i>	<i>143,9</i>	<i>133,2</i>	<i>117,4</i>	<i>129,7</i>	<i>133,2</i>

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Banque de France, Deutsche Bundesbank, Riserva federale e OCSE.

(1) Dati provvisori. I dati della Francia sono relativi al terzo trimestre. – (2) Sono inclusi i fondi esteri. – (3) Dato relativo al totale delle gestioni patrimoniali al netto degli investimenti in quote di fondi comuni; include anche le gestioni di patrimoni appartenenti a settori istituzionali diversi dalle famiglie. – (4) Dal 2002 il dato dei fondi pensione è incluso in quello delle assicurazioni. – (5) Dato relativo ai fondi pensione privati e a quelli statali e locali. Sono esclusi i piani pensionistici federali. – (6) Dato relativo ai *trust* individuali e a quelli immobiliari.

I fondi comuni armonizzati hanno effettuato consistenti vendite nette di titoli pubblici e di titoli esteri. Il loro rendimento medio è stato pari al 3,5 per cento, sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente.

Le gestioni patrimoniali hanno registrato un aumento della raccolta netta, dopo due anni di afflussi molto contenuti. I loro investimenti si sono diretti prevalentemente verso le obbligazioni e i titoli di Stato. Il rendimento medio è stato del 3,9 per cento.

La raccolta premi delle compagnie di assicurazione ha continuato ad aumentare, ma a un ritmo molto inferiore a quello degli anni precedenti. Sono migliorati significativamente i risultati di bilancio delle compagnie.

È proseguita la crescita delle attività dei fondi pensione, grazie all'espansione degli intermediari istituiti dopo la riforma del 1993. I rendimenti medi dei fondi pensione negoziali e di quelli aperti sono stati pari, rispettivamente, al 4,5 e al 4,3 per cento.

I fondi comuni di investimento

La raccolta e il patrimonio netto. – Nel 2004 i fondi comuni armonizzati italiani hanno registrato un deflusso netto di risparmio pari a 30,6 miliardi, contro un afflusso netto per 6,6 miliardi nel 2003 (tav. D20). La raccolta netta dei fondi comuni esteri istituiti da intermediari italiani si è invece mantenuta attorno ai livelli dell'anno precedente (14,0 miliardi, contro 15,6 nel 2003).

Tav. D20

FONDI COMUNI ITALIANI: STRUTTURA DEL MERCATO (1) (numero di unità e milioni di euro)

Voci	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta netta	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Fondi aperti armonizzati	1.015	968	378.781	358.292	6.628	-30.632
Fondi aperti speculativi	81	137	5.768	11.728	3.263	5.500
di cui: <i>fondi di fondi</i>	72	126	5.426	11.284	3.016	5.411
Altri tipi di fondi aperti	188	199	13.305	19.996	1.221	6.173
di cui: <i>fondi di fondi</i>	162	157	7.809	12.544	1.196	4.535
Totale fondi aperti ...	1.284	1.304	397.854	390.016	11.112	-18.959
Fondi chiusi mobiliari	35	50	1.350	1.781	65	340
di cui: <i>riservati</i>	21	37	432	951	15	336
Fondi chiusi immobiliari	19	31	4.414	8.085	204	3.407
di cui: <i>riservati</i>	4	11	979	2.977	204	2.150
Totale fondi chiusi ...	54	81	5.764	9.866	269	3.747
Totale ...	1.338	1.385	403.618	399.882	11.381	-15.212

(1) Sono incluse anche le Sicav. – (2) Fondi operativi alla fine dell'anno indicato. Per il numero di fondi autorizzati, cfr. il capitolo della sezione E: *Struttura del sistema finanziario*.

I riscatti netti di quote subiti dai fondi italiani sono in parte riconducibili alle strategie di offerta delle banche, volte a collocare presso la clientela fondi comuni di società di gestione da esse stesse insediate in centri finan-

ziari esteri, dove è più bassa la tassazione del reddito d'impresa. Il deflusso di risorse dai fondi italiani ha inoltre riflesso la crescente propensione dei risparmiatori italiani all'investimento diretto in titoli di Stato (cfr. il capitolo: *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese*).

I rimborsi netti di quote, concentrati nei comparti dei fondi monetari e obbligazionari (tav. D21), hanno raggiunto importi cospicui nei mesi centrali dell'anno, quando in questi due comparti i rendimenti medi sono scesi su valori assai contenuti (rispettivamente, 1,2 e 0,8 per cento sui dodici mesi).

Tav. D21

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

Voci	2003	2004	I trim. 2005 (2)	2003	2004	Marzo 2005 (2)
	Flussi netti			Consistenze di fine periodo (composizione percentuale)		
Titoli di Stato e obbligazioni italiani	15.383	-4.120	-4.695	45,2	45,2	44,2
A breve termine e indicizzati	16.963	4.651	-4.221	20,0	22,0	20,9
BOT	12.457	5.524	-6.140	8,7	10,6	8,7
CCT	4.506	-873	1.918	11,3	11,4	12,2
A medio e a lungo termine ...	-1.580	-8.771	-473	25,2	23,2	23,3
CTZ	1.778	936	440	2,6	3,0	3,1
BTP	-4.295	-9.446	-826	18,5	16,1	15,9
Altri	938	-260	-87	4,1	4,1	4,2
Azioni italiane	-1.377	-138	-556	5,0	5,7	5,9
Titoli esteri	8.562	-9.148	-767	49,8	49,0	49,8
Titoli di Stato e obbligazioni ..	6.253	-3.270	1.481	29,0	28,9	29,8
Azioni	2.308	-5.878	-2.248	20,8	20,2	20,1
Altre attività finanziarie	30	-4	24	-	-	-
Totale ...	22.597	-13.409	-5.994	100,0	100,0	100,0
<i>Per memoria :</i>						
Raccolta netta (3)	6.628	-30.632	-6.446	-	-	-
Fondi obbligazionari	1.523	-13.499	-494	-	-	-
Fondi monetari (4)	13.243	-9.207	-3.633	-	-	-
Fondi bilanciati	-4.844	-3.296	-491	-	-	-
Fondi azionari	-4.680	-6.627	-2.444	-	-	-
Fondi flessibili	1.386	1.997	616	-	-	-
Portafoglio	-	-	-	336.962	323.901	318.469

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori. – (3) La ripartizione per comparto è basata sulla classificazione Assogestioni. – (4) Fondi di liquidità area euro e fondi di liquidità area dollaro.

La raccolta netta dei fondi comuni è stata positiva negli altri principali paesi dell'area dell'euro con l'eccezione della Germania, dove si è verificato un deflusso netto di risparmio pari a circa 6,7 miliardi (tav. D22). Nei mercati europei gli investitori hanno manifestato una preferenza per i fondi obbligazionari e per quelli azionari. I fondi monetari hanno invece registrato quasi ovunque riscatti netti di quote.

**RACCOLTA NETTA E PATRIMONIO NETTO
DEI FONDI COMUNI MOBILIARI
NEI PRINCIPALI PAESI EUROPEI E NEGLI STATI UNITI (1)**
(dati annuali)

Voci	Italia	Germania	Francia (2)	Lussemburgo e Irlanda (3)		Area dell'euro (4)	Regno Unito	Stati Uniti
					di cui: controllati da intermediari italiani			
Raccolta netta <i>(milioni di euro)</i>								
Totale								
2003	6.628	5.620	66.234	76.836	15.581	193.648	14.452	-33.745
2004	-30.632	-6.670	54.920	93.328	13.951	152.052	7.027	38.148
Azionari								
2003	-4.680	2.379	22.842	29.080	3.420	69.143	4.484	120.568
2004	-6.627	-2.238	20.800	47.769	3.502	74.125	3.091	130.321
Obbligazionari								
2003	1.523	4.884	10.800	46.351	9.193	73.554	8.890	24.527
2004	-13.499	2.371	17.260	40.061	9.409	59.869	3.202	-7.535
Bilanciati (5)								
2003	-3.458	-1.130	11.363	7.728	435	9.673	995	25.797
2004	-1.299	-129	120	6.667	-1.651	16.449	1.461	31.247
Monetari								
2003	13.243	-513	21.229	-6.323	2.533	41.278	83	-204.637
2004	-9.207	-6.674	16.740	-1.169	2.691	1.609	-727	-115.884
Patrimonio netto di fine anno <i>(miliardi di euro)</i>								
Totale								
2003	379	219	909	1.160	119	3.163	314	5.870
2004	358	217	1.007	1.368	139	3.518	362	5.952
<i>in percentuale del PIL</i>								
2003	29,1	10,3	58,4	—	—	43,5	20,1	67,4
2004	26,5	10,0	62,2	—	—	46,5	22,0	69,1

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, EFAMA, ICI e Assogestioni.

(1) I dati si riferiscono a fondi comuni aperti che investono in valori mobiliari e sono offerti al pubblico (per i paesi appartenenti alla UE, i fondi armonizzati). Non sono inclusi i fondi di fondi, salvo diversa indicazione. – (2) I dati sul patrimonio netto includono anche i fondi di fondi. – (3) Per la raccolta netta, il dato si riferisce solo al Lussemburgo. – (4) Per la raccolta netta, i dati non includono Belgio, Irlanda e Paesi Bassi. Per il patrimonio netto, i dati disponibili per i Paesi Bassi sono relativi al settembre 2004. – (5) Per i fondi italiani e per quelli lussemburghesi e irlandesi controllati da intermediari italiani, il dato include anche i fondi flessibili.

Nel 2004 il patrimonio netto dei fondi comuni armonizzati italiani è diminuito del 5,5 per cento, a 358 miliardi. Considerando anche i fondi insediati all'estero, il patrimonio complessivo facente capo a intermediari italiani ammontava alla fine dello scorso dicembre a circa 500 miliardi (come un anno prima), pari al 14,1 per cento delle risorse affidate ai fondi comuni armonizzati nell'area dell'euro.

L'offerta di fondi. – Nel 2004 è ulteriormente diminuito il numero di fondi armonizzati italiani, principalmente per effetto di operazioni di fusione tra società di gestione (cfr. il capitolo della sezione E: *Struttura del sistema finanziario*). In linea con una tendenza comune ai maggiori paesi industriali, è proseguita l'espansione dei fondi speculativi, degli ETF e dei fondi chiusi immobiliari.

La maggior parte dei fondi speculativi italiani operano come fondo di fondi e investono in quote di hedge funds esteri (cfr. il capitolo della sezione D: Gli investitori istituzionali, nella Relazione sull'anno 2003). Nel 2004 il numero di fondi speculativi è salito da 81 a 137. Il patrimonio netto è raddoppiato, sfiorando i 12 miliardi; alla fine dell'anno esso rappresentava il 2,9 per cento delle attività nette complessive dei fondi comuni italiani. Il risparmio affluito a questi intermediari nel corso del 2004 è ammontato a 5,5 miliardi, contro 3,3 nel 2003.

Nel 2004 è proseguita presso la borsa italiana la crescita degli ETF. Gli scambi medi giornalieri sono più che raddoppiati rispetto all'anno precedente; i differenziali denaro-lettera sono stati molto contenuti.

Gli ETF sono strumenti di investimento collettivo del risparmio scambiati su mercati regolamentati che mirano a replicare indici finanziari. Rispetto alle altre forme di gestione collettiva del risparmio, hanno commissioni di gestione estremamente contenute, consentono di replicare gli indici di riferimento con uno stretto margine di scostamento e, infine, sono prontamente liquidabili, alla stregua di un titolo azionario. In Europa la quotazione dei primi ETF risale al 2000, in Italia alla fine del 2002; negli Stati Uniti sono quotati dal 1993 e da allora registrano una crescita assai elevata.

Alla fine del 2004 presso la borsa italiana erano quotati 20 ETF (13 un anno prima). Di questi, 16 sono riferiti a indici azionari (dell'area dell'euro, del mercato statunitense e internazionali), 3 sono legati all'andamento dei titoli di Stato dell'area dell'euro e uno replica un indice di obbligazioni societarie dell'area. Nel 2004 una significativa espansione di questi strumenti finanziari si è verificata anche negli altri mercati dell'area: il numero di ETF è passato da 55 a 63 presso la borsa tedesca e da 48 a 57 sul mercato Euronext.

I fondi chiusi immobiliari. – Nel 2004 si è intensificato lo sviluppo dei fondi chiusi immobiliari italiani (cfr. il capitolo della sezione E: *Struttura del sistema finanziario*). Alla fine dell'anno il patrimonio netto ammontava a 8 miliardi, il 2,0 per cento delle risorse totali dei fondi comuni italiani e, secondo i dati delle associazioni di categoria, il 6,0 per cento del mercato dei fondi immobiliari nell'area dell'euro. Dei 31 fondi operativi, 16 erano quotati in borsa.

I primi fondi immobiliari sono divenuti operativi nel nostro paese alla fine degli anni novanta in seguito a rilevanti innovazioni di carattere normativo. Negli anni successivi, contrassegnati da forti tensioni sui mercati finanziari e da un sostenuto incremento dei prezzi degli immobili, è rapidamente cresciuto sia il numero di fondi sia il patrimonio gestito. L'espansione del comparto è stata agevolata anche dal regime fiscale favorevole.

In Italia i fondi comuni immobiliari devono assumere per legge la forma chiusa. La durata non può essere superiore a trenta anni, mentre non vi è alcun vincolo di durata minima. Il fondo chiuso immobiliare può essere quotato in borsa; in tal caso, l'investitore può liquidare la quota anticipatamente sul mercato azionario, ma esponendosi a un rischio in conto capitale. Un fondo chiuso immobiliare non può effettuare prestiti (salvo casi specifici), né vendere allo scoperto, né partecipare alla costruzione di beni immobili. È inoltre soggetto a una serie di vincoli volti a disciplinare i conflitti di interesse. Può invece contrarre prestiti entro determinati limiti.

I fondi chiusi immobiliari sono soggetti all'ICI, mentre sono esenti da imposte sui redditi, dall'IRAP e da ritenute sui proventi finanziari conseguiti (con limitate eccezioni). Ai sottoscrittori di quote di fondi chiusi immobiliari si applica una ritenuta pari al 12,5 per cento dei proventi effettivamente realizzati (dividendi percepiti ed eventuale differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo di acquisto della quota), invece che dei proventi maturati, come avviene per la generalità dei fondi; i sottoscrittori non residenti sono esenti dalla ritenuta.

Alla fine del 2004 il patrimonio immobiliare dei fondi chiusi immobiliari italiani (pari all'85,5 per cento del totale delle attività) era costituito per tre quarti da edifici destinati a uffici, collocati soprattutto nelle regioni del nord ovest e del centro del Paese. Per i fondi quotati in borsa, il totale annuo degli oneri di gestione ammontava in media all'1,8 per cento del patrimonio di fine anno (1,6 alla fine del 2003).

Nel quadriennio 2001-04 le quote dei fondi chiusi immobiliari scambiate in borsa hanno registrato un rendimento medio pari al 5,1 per cento su base annua, a fronte di una variabilità generalmente elevata. I rendimenti dei singoli fondi hanno evidenziato un'ampia dispersione.

Il prezzo a cui vengono scambiate le quote di fondi immobiliari in borsa è normalmente inferiore a quello che rispecchia il controvalore del patrimonio netto ai dati di bilancio; lo scarto tra i due valori (sconto) risulta assai variabile nel tempo. Nel quadriennio 2001-04 lo sconto di borsa sui fondi chiusi immobiliari italiani è stato dell'ordine del 25 per cento; esso è stato influenzato da caratteristiche del fondo quali la durata residua e il grado di indebitamento. Nel complesso, i fondi chiusi immobiliari quotati italiani hanno evidenziato una bassa correlazione con l'indice generale azionario della borsa italiana; ciò suggerisce un possibile utilizzo di questi strumenti a fini di diversificazione del rischio di portafoglio.

Composizione del portafoglio. – Nel 2004 i fondi comuni armonizzati italiani hanno effettuato vendite nette di titoli per 13,4 miliardi, contro acquisti netti per 22,6 miliardi nell'anno precedente (tav. D21). Particolarmente rilevanti sono state le cessioni di BTP e di azioni e obbligazioni estere. Gli acquisti netti hanno interessato solo le categorie dei BOT e dei CTZ e sono stati volti a ridurre la durata finanziaria del portafoglio in una fase caratterizzata da attese di risalita dei tassi d'interesse, ridimensionatesi progressivamente nella seconda metà dell'anno.

Nell'arco del 2004 la quota di titoli esteri nel portafoglio dei fondi comuni armonizzati è scesa lievemente, al 49,0 per cento. È nel contempo risalito al 5,7 per cento il peso delle azioni italiane, per effetto dell'ampio rialzo delle quotazioni. L'incidenza complessiva dei titoli di Stato e delle obbligazioni italiani è rimasta stabile al 45,2 per cento.

Il rendimento e le commissioni. – Nel 2004 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati di diritto italiano è stato pari al 3,5 per cento (3,6 per cento nel 2003; tav. D23). I differenziali tra i rendimenti registrati nei principali comparti di investimento sono stati relativamente contenuti rispetto al passato. I risultati migliori sono stati ottenuti dai comparti che hanno potuto beneficiare del rialzo degli indici di borsa: i rendimenti medi dei fondi azionari, flessibili e bilanciati sono stati pari, rispettivamente, al 7,2, al 4,7 e al 4,6 per cento, a fronte del 2,3 per cento dei fondi obbligazionari e dell'1,3 di quelli monetari.

Tav. D23

**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	-82,8	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	-15,0
2003	10,1	5,6	1,6	3,6	14,9	10,5	3,7	2,4	2,7	-21,1
2004	7,2	4,6	2,3	3,5	17,5	6,4	7,6	2,1	2,1	-5,2

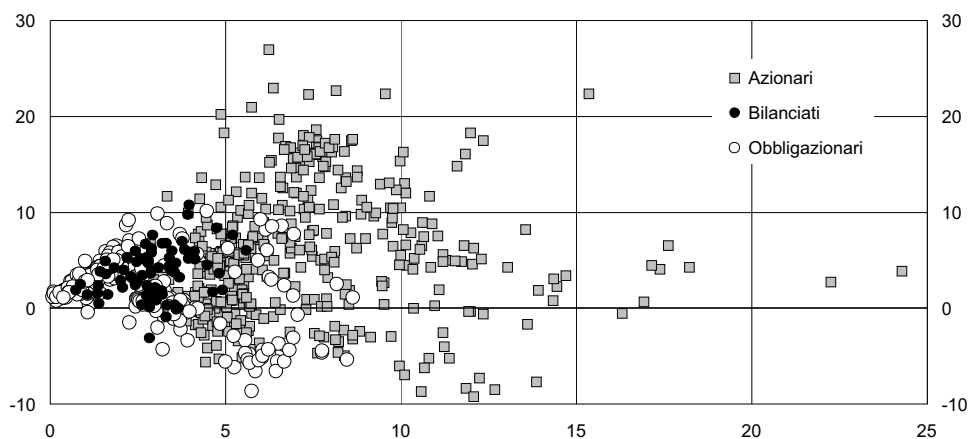
(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. – (2) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla Borsa italiana; include i dividendi. – (3) Variazione percentuale dell'indice Morgan Stanley delle borse mondiali; sono inclusi i dividendi, al netto delle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

Sia nel comparto obbligazionario sia in quello azionario è risultata relativamente contenuta rispetto al passato la dispersione dei rendimenti dei singoli fondi (fig. D18). Riflettendo l'ampio calo della variabilità dei corsi azionari e obbligazionari riscontrato su tutti i principali mercati finanziari (cfr. il capitolo:

Il mercato dei valori mobiliari), in ambedue i comparti si è verificata anche una netta riduzione della variabilità dei rendimenti mensili ottenuti dai singoli fondi.

Fig. D18

**FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI:
RENDIMENTO E VARIABILITÀ (1)**
(valori percentuali nel 2004)



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

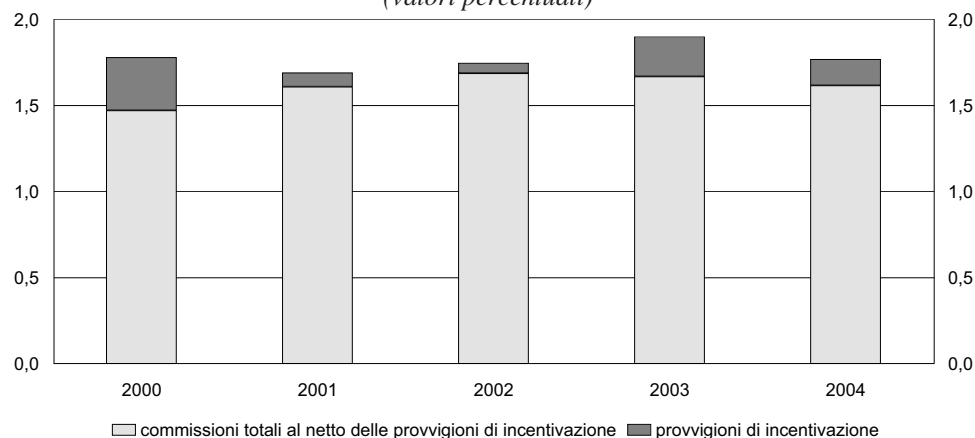
I rendimenti più elevati sono stati conseguiti dai fondi azionari specializzati nei settori dell'energia e dei servizi di pubblica utilità (pari, in media, al 20 e al 17 per cento, rispettivamente); apprezzamenti considerevoli sono stati registrati anche dalle quote di fondi di azioni italiane, di paesi emergenti e di paesi dell'area dell'euro (16, 10 e 9 per cento, rispettivamente). Risultati particolarmente negativi sono stati invece realizzati dai fondi che investono in azioni di società informatiche (-8 per cento) e in obbligazioni a medio-lungo termine denominate in dollari statunitensi (-6 per cento).

Nel 2004 le commissioni totali (commissioni di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria, commissioni di negoziazione titoli e altre voci minori) pagate dai fondi comuni armonizzati italiani sono ammontate a 4,8 miliardi, di cui 4,2 nei confronti delle società di gestione. L'incidenza delle commissioni totali (calcolate al netto delle commissioni di negoziazione titoli per comparabilità con i dati degli anni precedenti) sul patrimonio netto medio annuo si è ridotta lievemente, scendendo dall'1,89 all'1,76 per cento (fig. D19); il calo è dovuto principalmente alla riduzione delle commissioni di gestione e di quelle di incentivo corrisposte alla società di gestione (-0,04 e -0,06 punti percentuali, rispettivamente).

In rapporto al patrimonio netto medio annuo, le commissioni totali pagate dai fondi sono scese nel comparto azionario e in quello flessibile (di 0,19 e 0,15 punti, rispettivamente, al 2,25 e all'1,79 per cento), mentre sono rimaste sostanzialmente stabili nel comparto obbligazionario, in quello bilanciato e in quello monetario (all'1,22, all'1,87 e allo 0,66 per cento, rispettivamente).

Fig. D19

FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI: COMMISSIONI TOTALI (1)
(valori percentuali)

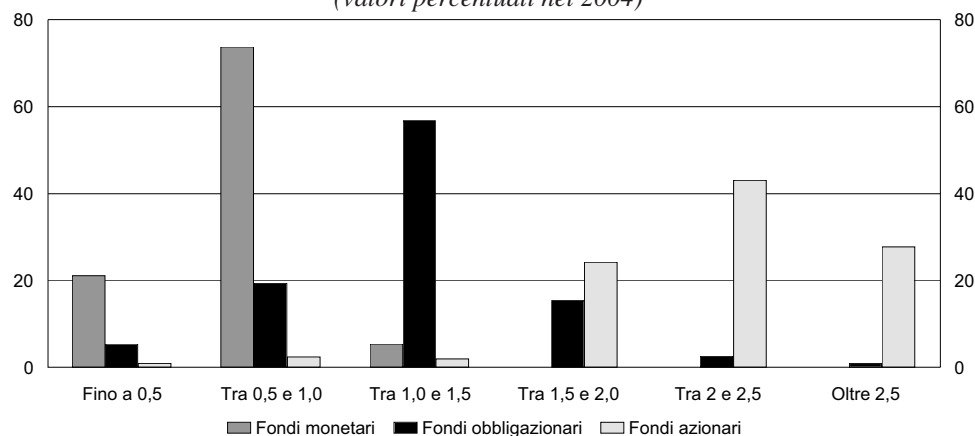


(1) Media semplice delle commissioni totali pagate dai singoli fondi, calcolate come rapporto percentuale tra le commissioni totali annue e la media annua del patrimonio netto. Per continuità con i dati del triennio 2000-02, sono escluse le commissioni di negoziazione titoli. I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi agli ultimi due anni sono provvisori.

Per i fondi monetari i tre quarti delle commissioni totali annue si collocano tra lo 0,5 e l'1,0 per cento (fig. D20). Nel comparto obbligazionario, la dispersione è più elevata: la maggior parte dei fondi sostiene costi totali compresi tra lo 0,5 e il 2,0 per cento. Nel comparto azionario, infine, quasi tutti i fondi pagano commissioni totali superiori all'1,5 per cento e circa un terzo di essi superiori al 2,5 per cento.

Fig. D20

**FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI:
DISTRIBUZIONE DELLE COMMISSIONI TOTALI DEI SINGOLI FONDI (1)**
(valori percentuali nel 2004)



(1) Distribuzione di frequenza relativa delle commissioni totali annue pagate dai singoli fondi appartenenti alle categorie d'investimento indicate. Le commissioni totali sono espresse in percentuale del patrimonio netto annuo medio. I dati si riferiscono a fondi comuni e a Sicav armonizzati.

Secondo i dati di Borsa Italiana, alla fine del 2004 per gli ETF quotati sul listino italiano le commissioni totali annue in rapporto al patrimonio netto erano in media pari allo 0,42 per cento per gli ETF che replicano indici azionari e allo 0,17 per cento per quelli che replicano indici obbligazionari e di titoli di Stato.

Le gestioni di patrimoni mobiliari

Nel 2004 la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è aumentata significativamente (14,3 miliardi, contro 5,4 nel 2003; tav. D24). Il totale delle attività gestite è salito da 418 a 449 miliardi. La quota di mercato delle SIM è rimasta invariata (al 5 per cento), mentre si è registrato uno spostamento di risorse dalle banche (dal 40 al 33 per cento) alle SGR (dal 55 al 62 per cento), anche per effetto del processo di accentramento presso questi ultimi intermediari dei servizi di gestione del risparmio all'interno dei gruppi bancari.

Tav. D24

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

Voci	2003	2004 (2)	2003	2004 (2)
	Flussi netti		Consistenze di fine periodo (composizione percentuale)	
Titoli di Stato e obbligazioni italiani	-10.569	8.214	38,0	38,1
A breve termine e indicizzati	1.835	-447	12,6	11,8
BOT	3.035	1.283	1,9	2,1
CCT	-1.200	-1.730	10,7	9,7
A medio e a lungo termine	-12.404	8.661	25,4	26,3
CTZ	210	813	1,3	1,3
BTP	-14.825	3.909	18,2	18,5
Altri titoli di Stato	-437	1.406	0,9	0,9
Obbligazioni	2.648	2.533	5,0	5,6
Azioni italiane	-225	2.169	2,7	3,4
Quote di fondi comuni italiani	-7.785	-13.297	18,6	14,3
Titoli esteri	32.336	23.131	40,3	43,8
Titoli di Stato e obbligazioni	14.610	10.093	15,3	16,5
Azioni	1.421	889	2,1	1,9
Quote di fondi comuni	16.305	12.149	22,9	25,4
Altre attività finanziarie	-418	-662	0,4	0,4
Totale ...	13.339	19.555	100,0	100,0
<i>Per memoria:</i>				
Raccolta netta	5.364	14.296	–	–
Banche	-1.373	-18.037	–	–
SIM	-13.108	265	–	–
SGR	19.845	32.068	–	–
Portafoglio	–	–	402.998	436.208
Totale attività gestite ...	–	–	418.128	448.661

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

In base a dati relativi alle sole SGR, alla fine del 2004 il 73 per cento del patrimonio delle gestioni patrimoniali era riconducibile a mandati che prevedevano la possibilità di investire sia in valori mobiliari sia in fondi (tra i restanti, il 14 per cento investivano solo in valori mobiliari e il 13 per cento solo in fondi). Il peso delle gestioni patrimoniali garantite (contratti nei quali il gestore si obbliga a restituire al cliente almeno il capitale investito, o anche a corrispondere un rendimento minimo) era estremamente ridotto (0,1 per cento); le SGR possono offrire questa categoria di prodotti solo nel caso in cui la garanzia sia assunta da un soggetto terzo abilitato alla negoziazione di strumenti finanziari in conto proprio (banche o SIM).

Sul totale dei fondi comuni detenuti dalle gestioni patrimoniali delle SGR, la quota di fondi speculativi italiani è salita nel 2004 dall'1,5 al 2,0 per cento, quella di fondi chiusi (italiani ed esteri) si è ridotta dallo 0,7 allo 0,3 per cento.

Nel portafoglio delle gestioni patrimoniali è scesa considerevolmente la percentuale di fondi comuni italiani (di 4,3 punti percentuali, al 14,3 per cento), a vantaggio di quelle di fondi comuni esteri, di titoli obbligazionari esteri e di azioni italiane (salite, rispettivamente, al 25,4, 16,5 e 3,4 per cento). È invece rimasta pressoché invariata l'incidenza complessiva di titoli di Stato e obbligazioni italiani.

Nel 2004 il risultato finanziario delle gestioni patrimoniali (misurato dall'incremento percentuale del patrimonio netto depurato del flusso della raccolta, che approssima il rendimento della gestione nell'ipotesi di un integrale reinvestimento delle cedole) è salito al 3,9 per cento, dal 2,3 dell'anno precedente.

Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione

Le compagnie di assicurazione. – Nel 2004 la raccolta premi delle compagnie di assicurazione è cresciuta del 4,2 per cento (tav. D25), un ritmo sensibilmente inferiore a quello medio del quadriennio 2000-03 (11,9 per cento). La decelerazione è ascrivibile al ramo vita, dove la raccolta premi ha rallentato nel comparto delle tradizionali polizze vita rivalutabili (dal 16,5 per cento del 2003 all'8,3) e si è contratta in quello delle polizze collegate a fondi di investimento o indici di mercato (-7,8 per cento, contro una crescita dell'8,1 nel 2003).

Sulla base dei dati dell'Isvap, nel 2004 la quota dei premi del ramo vita affluiti attraverso gli sportelli bancari e postali ha registrato una lieve flessione, scendendo dal 59,6 al 59,2 per cento (pari a 38,6 miliardi); si è ridotta anche la quota dei premi del ramo vita raccolti dai promotori finanziari (dal 10,8 al 9,2 per cento), mentre è aumentata quella riconducibile alle agenzie, ai brokers e alle altre forme di vendita diretta (dal 29,6 al 31,6 per cento).

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

Anni	Attività						Passività		Per memoria: raccolta premi (5)
	Depositi e contante (2)	Titoli (2)	Mutui e annualità (3)	Immobili	Altri attivi netti	Totale	Riserve tecniche (4)	Patrimonio netto	
Ramo vita									
2001	5.723	201.275	995	1.889	5.522	215.404	196.099	19.305	46.329
2002	5.070	231.984	1.133	903	9.308	248.398	228.214	20.184	55.294
2003	5.177	278.803	1.137	823	8.763	294.703	272.096	22.607	62.780
2004 (6) ..	5.502	318.100	1.048	808	11.470	336.928	312.783	24.145	65.627
Ramo danni (7)									
2001	2.883	54.969	-3.454	5.909	7.988	68.295	52.657	15.638	29.926
2002	2.965	58.746	-2.814	4.581	9.095	72.573	55.355	17.218	32.415
2003	2.571	63.418	-2.569	3.711	9.748	76.879	58.144	18.735	34.213
2004 (6) ..	2.485	67.540	-3.208	4.042	11.263	82.122	61.305	20.817	35.411
Totale									
2001	8.606	256.244	-2.459	7.798	13.510	283.699	248.756	34.943	76.255
2002	8.035	290.730	-1.681	5.484	18.403	320.971	283.569	37.402	87.709
2003	7.748	342.221	-1.432	4.534	18.511	371.582	330.240	41.342	96.993
2004 (6) ..	7.987	385.640	-2.160	4.850	22.733	419.050	374.088	44.962	101.038

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 riserve tecniche a carico dei riassicuratori. – (5) Dati relativi al lavoro diretto italiano; includono i premi incassati dalle sedi secondarie nei paesi della UE. – (6) Dati parzialmente stimati. – (7) Sono incluse anche le imprese che svolgono esclusivamente attività di riassicurazione.

La raccolta premi delle polizze assicurative connesse con le forme pensionistiche individuali, istituite nel gennaio 2001, è aumentata nel 2004 del 13,7 per cento rispetto all'anno precedente, ammontando a 829 milioni. Oltre la metà dei premi sono stati raccolti mediante agenzie, brokers e altre forme di vendita diretta.

Da un'indagine condotta presso 458 banche risulta che, nel 2004, 96 compagnie del ramo vita avevano stipulato accordi per la vendita di propri prodotti attraverso gli sportelli bancari. Circa il 39 per cento dei premi raccolti faceva capo a polizze rivalutabili, il 32 per cento a prodotti connessi a indici di mercato (index-linked) e il restante 29 per cento alle unit-linked e ad altre tipologie. La quota del rendimento degli investimenti retrocessa all'assicurato è stata in media pari al 94 per cento (al 90 per cento per le polizze rivalutabili; prossima al 100 per cento per le polizze unit- e index-linked). Circa due terzi dei prodotti prevedevano la garanzia di un rendimento minimo, che per le polizze emesse nel 2004 è risultato pari a circa il 2,5 per cento, in linea col valore registrato nell'indagine dell'anno precedente.

Nel marzo 2005 l'Isvap ha emanato una circolare che modifica e raccoglie in un unico testo le disposizioni in materia di trasparenza dei contratti di assicurazione sulla vita.

In particolare, le nuove norme prevedono che le compagnie predispongano, in aggiunta alla nota informativa, una scheda sintetica che indichi le principali caratteristiche del contratto, tra cui le eventuali garanzie, i costi e i rischi finanziari; sono inoltre introdotte regole di comportamento nell'offerta di prodotti assicurativi e disposizioni riguardanti la gestione di possibili conflitti di interesse.

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono cresciute del 13,3 per cento, raggiungendo i 374 miliardi. Le riserve nel ramo vita sono aumentate del 15,0 per cento, quelle nel ramo danni del 5,4. Tra le attività, l'incidenza della liquidità, dei titoli e degli immobili è rimasta relativamente stabile (all'1,9, 92,0 e 1,2 per cento, rispettivamente).

Nel portafoglio delle compagnie di assicurazione è aumentato il peso dei titoli obbligazionari e delle azioni in euro (al 34,2 e al 13,5 per cento, rispettivamente; tav. D26), mentre è sceso quello dei titoli di Stato italiani (in particolare, di BTP), dei fondi comuni e dei titoli in valuta (al 35,7, 15,2 e 1,4 per cento, rispettivamente).

Tra l'inizio del 2004 e la fine dello scorso aprile i corsi delle azioni delle compagnie di assicurazione italiane sono cresciuti a un ritmo elevato (19 per cento), in linea con l'indice complessivo della borsa italiana.

I maggiori incrementi si sono registrati nella parte finale dell'anno. L'apprezzamento delle azioni delle compagnie sarebbe stato favorito da risultati di bilancio positivi, dovuti, in particolare, a una crescita dei proventi della gestione finanziaria derivanti dall'investimento nei mercati azionari. Nel ramo danni l'aumento del risultato del conto tecnico (differenza tra ricavi e costi relativi alla specifica attività di gestione dei rischi assicurativi) ha riflesso anche un incremento molto contenuto degli oneri relativi ai sinistri. Le quotazioni del comparto hanno segnato aumenti considerevoli anche in Francia e in Spagna (25 e 26 per cento, rispettivamente); si sono invece ridotte in Germania (-5 per cento), a causa delle difficoltà reddituali e finanziarie di alcune società appartenenti a grandi gruppi assicurativi.

In ottemperanza alla normativa comunitaria, dall'esercizio 2005 le compagnie di assicurazione che redigono il bilancio consolidato dovranno adottare i principi contabili emanati dall'International Accounting Standard Board (IASB). I nuovi principi contabili consentono di migliorare il contenuto informativo e la comparabilità dei bilanci delle compagnie di assicurazione; essi potrebbero tuttavia determinare anche una maggiore variabilità delle scritture contabili (a causa, in particolare, della valutazione delle attività finanziarie ai prezzi di mercato), con eventuali riflessi negativi sul costo del capitale.

COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE ITALIANE: 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 italiani	Obbligazioni	Totale						
Ramo vita									
2001	81.981	58.967	140.948	18.713	159.661	6.441	1.756	35.173	201.275
2002	94.294	74.920	169.214	17.648	186.862	5.079	1.031	40.043	231.984
2003	100.278	101.770	202.048	20.133	222.181	4.875	964	51.747	278.803
2004 (3)...	111.277	118.824	230.101	26.417	256.518	4.880	856	56.702	318.100
Ramo danni (4)									
2001	21.724	8.880	30.604	21.153	51.757	1.706	856	1.506	54.969
2002	25.170	8.879	34.049	22.057	56.106	1.280	672	1.360	58.746
2003	25.047	12.346	37.393	23.665	61.058	846	365	1.514	63.418
2004 (3)...	26.416	13.005	39.421	25.693	65.114	535	281	1.891	67.540
Totale									
2001	103.705	67.847	171.552	39.866	211.418	8.147	2.612	36.679	256.244
2002	119.464	83.799	203.263	39.705	242.968	6.359	1.703	41.403	290.730
2003	125.325	114.116	239.441	43.798	283.239	5.721	1.329	53.261	342.221
2004 (3)...	137.693	131.829	269.522	52.110	321.632	5.415	1.137	58.593	385.640

Fonte: elaborazioni su dati Isvap e ANIA.
 (1) Sono incluse le attività affidate alle gestioni patrimoniali. Il portafoglio delle attività relative ai fondi pensione, ai prodotti connessi con fondi di investimento e indici di mercato e alle imprese che svolgono esclusivamente attività di riassicurazione 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) Compresa le partecipazioni. – (3) Dati parzialmente stimati. – (4) Sono incluse anche le imprese che svolgono esclusivamente attività di riassicurazione.

Sui mercati internazionali lo sviluppo di strumenti finanziari innovativi, quali i derivati su crediti e i titoli emessi a fronte di cartolarizzazioni, ha dato luogo negli ultimi anni a un trasferimento del rischio di credito dal settore bancario a quello assicurativo.

Nel 2003 l'Isvap e la Banca d'Italia hanno costituito un gruppo di lavoro per lo studio del trasferimento dei rischi creditizi dalle banche alle assicurazioni. I risultati dell'analisi, che esclude le controllate estere delle compagnie di assicurazione e delle banche italiane, indicano che in Italia il fenomeno è contenuto. Alla fine del primo semestre del 2003 le assicurazioni garantivano crediti di banche italiane per un valore di 6,7 miliardi (il 2,1 per cento delle riserve tecniche del settore) e detenevano titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione di crediti bancari per 0,7 miliardi, in buona parte appartenenti a classi con basso profilo di rischio. Anche l'utilizzo di derivati di credito da parte delle compagnie di assicurazione italiane risultava trascurabile.

I fondi pensione e gli enti di previdenza. – Nel 2004 le risorse gestite dai fondi pensione sono cresciute del 5,9 per cento, a 30,8 miliardi (tav. D27). Il patrimonio amministrato dai fondi istituiti prima della riforma del 1993 è rimasto pressoché invariato, a 22,7 miliardi; le attività dei nuovi fondi pensione sono invece salite da 6,3 a 8,2 miliardi. Il patrimonio degli enti di previdenza ha registrato un lieve decremento (da 23,0 a 22,3 miliardi).

Tav. D27

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

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

Voci	2003				2004 (2)			
	Fondi pensione			Enti di previdenza (4)	Fondi pensione			Enti di previdenza (4)
	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	2.842	1.792	1.050	1.439	2.409	1.709	700	1.500
Portafoglio titoli	20.170	14.897	5.273	8.197	22.159	14.671	7.488	7.681
Obbligazioni	13.701	10.391	3.310	6.638	14.522	9.690	4.832	6.416
Azioni	2.447	1.129	1.318	1.099	3.070	1.284	1.786	814
Quote di fondi comuni	4.022	3.377	645	460	4.567	3.696	871	452
Mutui e altre attività finanziarie	2.488	2.492	-4	3.430	2.769	2.791	-22	3.431
Immobili	3.616	3.616	-	9.935	3.496	3.496	-	9.651
Totale attività	29.115	22.796	6.319	23.001	30.832	22.666	8.166	22.263

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Covip, UIC ed enti di previdenza.
(1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. – (2) Dati provvisori. – (3) Sono inclusi i fondi pensione per i dipendenti della Banca d'Italia e dell'UIC. La voce "Mutui e altre attività finanziarie" è al netto delle passività. – (4) Dati riferiti a 13 enti di previdenza; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Sulla base dei dati della Covip relativi ai fondi pensione istituiti dopo la riforma del 2001, alla fine del 2004 risultavano autorizzati all'esercizio dell'attività 133 fondi (negoziali e aperti), due in meno che nel 2003. I fondi pensione negoziali e quelli aperti annoveravano, rispettivamente, 1.063.000 e 382.000 iscritti, con una crescita complessiva del 2,7 per cento. Il tasso di adesione ai fondi negoziali rivolti a lavoratori dipendenti è rimasto stabile al 14 per cento.

Negli ultimi anni il settore degli enti di previdenza ha subito mutamenti significativi. La legge 27 dicembre 2002, n. 289 (legge finanziaria per il 2003) ha disposto la soppressione, all'inizio del 2003, dell'INPDAl, la successione dell'INPS nei relativi rapporti attivi e passivi e l'equiparazione del regime pensionistico degli aderenti all'INPDAl a quello degli iscritti al Fondo pensioni lavoratori dipendenti. Inoltre, diversi enti hanno intrapreso azioni volte a ridurre le prestazioni erogate e ad aumentare i contributi riscossi. Di particolare rilievo è stata la scelta di alcune Casse di passare, nel 2004, da un sistema retributivo a uno contributivo, in linea con il D.lgs. n. 103/1996, che prevede che gli enti previdenziali di nuova istituzione debbano basarsi su sistemi a contribuzione definita.

Tra le attività dei fondi pensione, è aumentata significativamente la percentuale di titoli (pari al 71,9 per cento), a scapito di quella della liquidità e degli immobili (al 7,8 e all'11,3 per cento, rispettivamente), mentre è rimasta stabile l'incidenza dei mutui e di altre attività (al 9,0 per cento). All'interno del portafoglio titoli, a fronte di un aumento del peso delle azioni e dei fondi comuni si è ridotto quello delle obbligazioni (dal 67,9 al 65,5 per cento).

Secondo le stime della Covip, nel 2004 il rendimento medio dei fondi pensione negoziali è stato pari al 4,5 per cento, un valore inferiore di un punto percentuale al relativo benchmark. Il rendimento medio dei fondi aperti si è commisurato al 4,3 per cento, inferiore di circa 1,5 punti percentuali a quello del benchmark di settore.

IL MERCATO DEI VALORI MOBILIARI

Nel 2004 i corsi azionari in Italia sono saliti in misura considerevole. Come negli altri principali paesi dell'area dell'euro, il rialzo è ascrivibile principalmente alla diminuzione dei tassi d'interesse reali e al calo del grado di avversione al rischio da parte degli investitori, riflessosi anche in una riduzione della variabilità delle quotazioni, attestatasi su valori molto contenuti. In Italia, l'aumento dei corsi è stato favorito anche da un miglioramento degli utili delle società quotate e dal consolidamento della struttura finanziaria di alcuni grandi gruppi. Il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione di borsa si è mantenuto al di sopra della media del periodo 1990-2003.

I rendimenti nominali a lungo termine dei titoli di Stato italiani sono ancora diminuiti, analogamente a quanto avvenuto negli altri principali paesi dell'area dell'euro. Alla fine del 2004 essi hanno raggiunto il 3,8 per cento sulla scadenza decennale. Il tasso d'interesse reale a dieci anni è sceso di circa un punto percentuale, all'1,2 per cento. Il calo dei rendimenti rispecchia la situazione di debolezza dell'economia e l'assenza di pressioni inflazionistiche. Il differenziale di rendimento tra i BTP decennali e i corrispondenti Bund tedeschi è diminuito lievemente; nel 2005, dopo un ulteriore calo, esso è risalito sui livelli della metà dello scorso anno.

È proseguita la riduzione del costo dei finanziamenti in euro sul mercato obbligazionario internazionale. Alla fine del 2004 il differenziale di rendimento tra le obbligazioni delle società non finanziarie e i titoli di Stato è sceso a 0,6 punti percentuali; lo scorso marzo ha invertito la tendenza, risalendo a 0,8 punti.

Nell'area dell'euro sono aumentate le emissioni nette di obbligazioni da parte delle banche, mentre quelle delle società non finanziarie hanno registrato una forte contrazione. Il minor ricorso delle imprese al mercato obbligazionario ha riflesso la debolezza degli investimenti e l'elevato autofinanziamento. Le società non finanziarie italiane hanno invece effettuato consistenti emissioni nette di obbligazioni, per lo più riconducibili a operazioni di ristrutturazione finanziaria che hanno interessato aziende di grandi dimensioni. Per gli emittenti italiani il costo del finanziamento si è generalmente mantenuto in linea con quello dei prenditori di altri paesi.

I titoli del settore pubblico

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2004 le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono tornate a salire, raggiungendo i 38,3 miliardi di euro (21,2 miliardi nel 2003; tav. D28). Il livello delle emissioni, superiore a quello del fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche, ha determinato un incremento del saldo del Conto disponibilità del Tesoro detenuto dal Ministero dell'Economia e delle finanze presso la Banca d'Italia. In rapporto al PIL la consistenza dei titoli pubblici è diminuita di mezzo punto percentuale, all'89,8 per cento.

Alla fine del 2004 la vita media residua e la durata finanziaria media dei titoli pubblici erano pari, rispettivamente, a 6 anni e 5 mesi e a 4 anni e 4 mesi (5 e 3 mesi in più rispetto all'anno precedente). Sono cresciute le emissioni nette di BTP (33,6 miliardi, da 31,7 nel 2003), mentre quelle di CCT sono risultate pressoché nulle. Si sono inoltre avuti rimborsi netti di CTZ (8,2 miliardi) e, per un importo molto ridotto, di BOT. Oltre la metà delle emissioni nette di BTP è costituita da titoli indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro.

Nel 2004 sono proseguite le emissioni di BTP a 5 anni indicizzati ai prezzi al consumo e sono stati emessi per la prima volta titoli a 10 anni (in febbraio) e a 30 anni (in ottobre). Alla fine dell'anno la consistenza complessiva dei titoli con tale indicizzazione era pari a 27,9 miliardi, di cui il 14,3 per cento a 30 anni. Il ricorso a titoli della specie è diffuso anche nel resto dell'area dell'euro: le emissioni lorde complessive sono ammontate a 43 miliardi di euro (28 miliardi un anno prima); la consistenza alla fine del 2004 era pari a 98,9 miliardi.

Il forte sviluppo del mercato dei titoli indicizzati è riconducibile all'opportunità offerta agli emittenti di diversificare le forme di finanziamento e di ridurre il costo atteso in termini reali, in quanto i rendimenti di questi titoli non dovrebbero incorporare un premio per il rischio di inflazione.

Nei primi mesi del 2005, nell'area dell'euro sono stati emessi titoli non indicizzati a tasso fisso a lunghissima scadenza. In febbraio il governo francese ha effettuato un'emissione di un titolo a 50 anni a tasso fisso, per un importo di 6 miliardi; si tratta del primo titolo a lunghissima scadenza collocato da un governo dell'area. In marzo un'importante compagnia italiana di telecomunicazioni ha collocato un titolo con durata analoga. I rendimenti all'emissione dei due titoli sono stati pari, rispettivamente, al 4,2 e al 5,3 per cento, in entrambi i casi superiori di pochi centesimi di punto percentuale a quelli rilevati sul mercato secondario per titoli a 30 anni degli stessi emittenti. La domanda di titoli a lunghissima scadenza proviene in larga misura da operatori, quali i fondi pensione e le compagnie di assicurazione, con una elevata durata finanziaria delle passività.

Dopo il calo registrato nel 2003, sono tornate a crescere le emissioni nette di obbligazioni da parte delle Amministrazioni locali italiane (5,1

EMISSIONI DI TITOLI PUBBLICI E DI OBBLIGAZIONI ITALIANI (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

Emittenti	Emissioni lorde		Emissioni nette		Consistenze	
	2003	2004	2003	2004	Dicembre 2003	Dicembre 2004
Settore pubblico ..	454.505	444.106	21.248	38.263	1.174.439	1.213.190
BOT	214.093	221.300	5.905	-895	119.645	118.750
CTZ	31.185	27.128	-7.907	-8.198	52.636	45.603
CCT (3)	38.313	34.527	-16.315	325	196.348	196.243
BTP	144.882	134.803	31.711	33.556	700.655	734.713
Prestiti della Repubblica	21.998	13.980	5.582	2.468	83.762	85.654
Altri (4)	4.034	12.367	2.272	11.007	21.393	32.227
Banche	116.815	120.462	31.560	42.575	399.958	442.994
Imprese	42.678	50.705	24.479	25.075	147.377	172.363
Totale ...	613.997	615.272	77.287	105.913	1.721.774	1.828.547
<i>Composizione percentuale (5)</i>						
Settore pubblico	74,0	72,2	27,5	36,1	68,2	66,3
BOT	47,1	49,8	27,8	-2,3	10,2	9,8
CTZ	6,9	6,1	-37,2	-21,4	4,5	3,7
CCT (3)	8,4	7,8	-76,8	0,8	16,7	16,2
BTP	31,9	30,4	149,2	87,7	59,7	60,6
Prestiti della Repubblica	4,8	3,1	26,3	6,4	7,1	7,1
Altri (4)	0,9	2,8	10,7	28,8	1,8	2,6
Banche	19,0	19,6	40,8	40,2	23,2	24,2
Imprese	7,0	8,2	31,7	23,7	8,6	9,5
Totale ...	100	100	100	100	100	100
<i>in percentuale del PIL</i>	<i>47,2</i>	<i>45,5</i>	<i>5,9</i>	<i>7,8</i>	<i>132,3</i>	<i>135,3</i>
<small>(1) 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) Dati provvisori. – (3) Comprendono i soli certificati di credito del Tesoro a cedola variabile. – (4) Sono inclusi i titoli emessi nel 2004 da Infrastrutture S.p.A. per il finanziamento dell'infrastruttura ferroviaria per il "Sistema alta velocità/alta capacità". – (5) La composizione percentuale dei titoli del settore pubblico si riferisce al totale dei titoli di tale settore.</small>						

miliardi); a fine anno la loro consistenza era pari a 22,8 miliardi, l'1,9 per cento del totale dei titoli del settore pubblico (1,5 per cento un anno prima).

Le obbligazioni degli enti territoriali, collocate in gran parte sul mercato internazionale da sindacati di banche di diversi paesi, sono per lo più in euro e a tasso variabile (il 77 e il 56 per cento del totale, rispettivamente); esse hanno una durata media all'emissione di 20 anni e una classe di rating compresa tra AA+ e A (cfr. il capitolo della sezione D: Il mercato dei valori mobiliari, nella Relazione sull'anno 2003). Nel 2004 è aumentata la quota delle emissioni facenti capo a Comuni e Province (al 34 e al 17 per cento, rispettivamente, contro il 26 e l'11 per cento nel 2003), mentre si è ridotta quella delle Regioni (dal 63 al 49 per cento).

A fronte di cessioni nette di titoli pubblici da parte delle banche e dei fondi comuni, si sono registrati significativi acquisti netti da parte di operatori esteri (tav. D29; cfr. i capitoli: *Le banche e gli altri intermediari creditizi* e *Gli investitori istituzionali*).

Alla fine del 2004 i titoli pubblici detenuti da investitori non residenti sfioravano il 49 per cento della consistenza totale; la quota posseduta da famiglie e imprese era pari al 18 per cento.

Sul mercato telematico dei titoli di Stato italiani (MTS), la media giornaliera degli scambi a pronti ha continuato a diminuire, da 8,4 a 7,5 miliardi (cfr. il capitolo della sezione G: *La sorveglianza sugli scambi*). Il calo ha riguardato tutte le categorie di titoli ad eccezione dei BOT. La liquidità del mercato è rimasta tuttavia elevata, come indicato dal basso livello dei differenziali denaro-lettera. È proseguita la crescita, in atto da alcuni anni, delle contrattazioni medie giornaliere di pronti contro termine, che hanno raggiunto i 55,0 miliardi. Sul mercato obbligazionario della Borsa italiana (MOT), gli scambi medi giornalieri di titoli di Stato italiani sono aumentati del 7 per cento, a 518 milioni.

I tassi di interesse. – Dopo aver registrato aumenti contenuti nella prima metà del 2004, i tassi di interesse sui titoli di Stato a medio e a lungo termine in euro sono tornati a flettere (fig. D21). I maggiori cali si sono registrati sulle scadenze più lunghe. Nell'arco del 2004 il rendimento del BTP benchmark a 3 anni è sceso di 0,3 punti percentuali, al 2,7 per cento, quello del titolo a 10 anni di 0,6 punti, al 3,8 per cento. In presenza di aspettative d'inflazione stabili, il calo dei rendimenti ha riflesso il ridimensionamento delle previsioni di crescita per i paesi dell'area dell'euro (cfr. il capitolo: *La politica monetaria*). Può avervi contribuito l'ulteriore diminuzione, su livelli assai contenuti, della variabilità attesa, ricavabile dai prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale (fig. D22).

ACQUISTI NETTI E CONSISTENZE DI TITOLI DI EMITTENTI ITALIANI (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

Sottoscrittori	Settore pubblico						Obbligazioni private	Totale titoli del settore pubblico e obbligazioni private	Azioni quotate italiane
	BOT	CTZ	CCT (2)	BTP	Altri (3)	Totale			
Acquisti netti									
2003									
Banca centrale	-170	-181	1.734	8.245	..	9.629	-2	9.627	96
Banche	2.730	195	-5.902	-2.523	1.028	-4.471	8.246	3.775	-8.081
Istit. di assicurazione	3.029	-554	5.051	-905	-438	6.183	4.713	10.896	3.371
Fondi comuni	12.457	1.778	4.506	-4.295	157	14.602	781	15.383	229
Eestero (4)	13.949	-4.461	-1.834	49.545	2.990	60.189	925	61.114	-2.191
Altri investitori (5)	-26.090	-4.684	-19.871	-18.357	4.117	-64.884	41.376	-23.508	15.286
Totale ...	5.905	-7.907	-16.315	31.711	7.854	21.248	56.039	77.287	8.710
2004 (6)									
Banca centrale .....	..	..	1.609	3.558	..	5.167	-8	5.158	36
Banche	-1.690	-1.471	-707	-6.999	4.789	-6.078	7.238	1.160	-1.700
Istit. di assicurazione	459	1.064	4.650	5.588	-303	11.458	3.885	15.343	5.245
Fondi comuni	5.524	936	-873	-9.446	806	-3.054	-1.066	-4.120	-133
Eestero (4)	-12.044	-7.145	10.630	17.677	999	10.117	11.462	21.579	13.381
Altri investitori (5)	6.856	-1.582	-14.984	23.178	7.183	20.653	46.139	66.793	-13.632
Totale ...	-895	-8.198	325	33.556	13.474	38.263	67.650	105.913	3.197
Consistenze (composizione percentuale)									
Dicembre 2004 (6)									
Banca centrale	0,0	0,0	6,1	5,6	0,9	4,4	0,0	3,0	1,1
Banche	14,7	7,1	20,8	2,0	9,1	7,2	10,7	8,4	3,9
Istit. di assicurazione	4,6	4,6	21,8	11,1	2,4	11,1	6,4	9,5	4,6
Fondi comuni	29,3	22,0	18,7	6,9	2,5	11,1	1,6	7,9	3,2
Eestero (4)	36,1	30,5	24,0	55,5	64,8	48,5	....	32,2	15,5
Altri investitori (5)	15,4	35,8	8,7	18,9	20,3	17,7	....	39,0	71,7
Totale ...	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Totale (in milioni di euro) ..	118.750	45.603	196.243	734.713	117.881	1.213.190	615.357	1.828.547	580.881

(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) Comprendono solo i certificati del Tesoro a cedola variabile ad eccezione dei dati relativi al settore estero, che includono tutti i certificati di credito del Tesoro. –

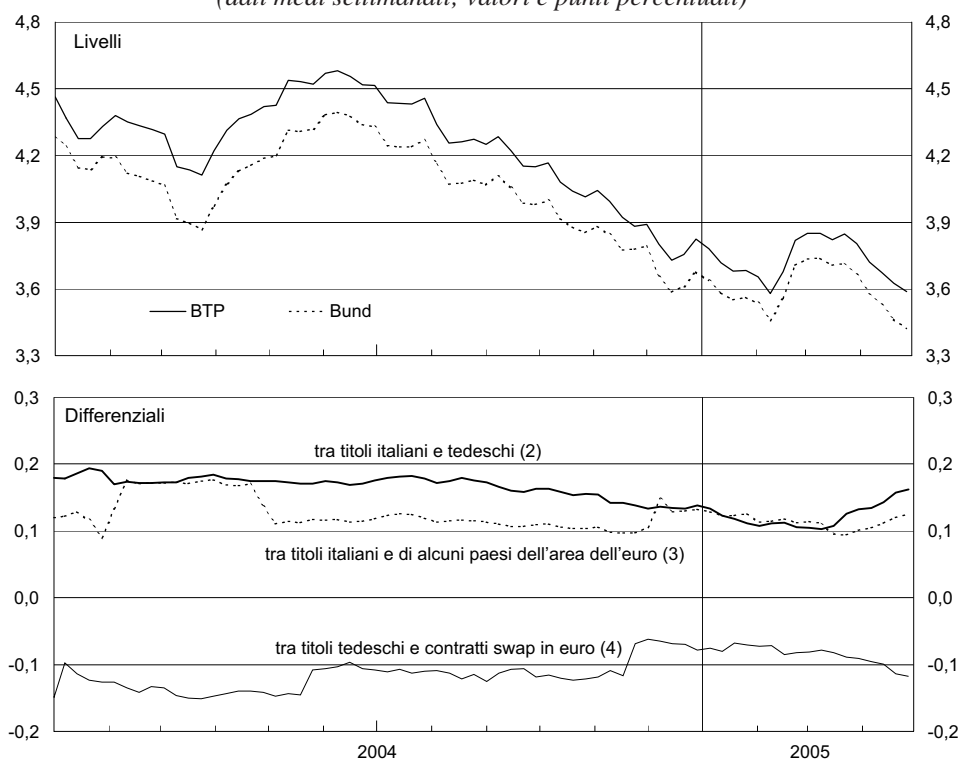
(3) Prestiti della Repubblica e altri titoli del settore pubblico. Sono inclusi i titoli emessi nel 2004 da Infrastrutture S.p.A. per il finanziamento dell'infrastruttura ferroviaria per il "Sistema alta velocità/alta capacità". – (4) Sono esclusi i titoli degli enti territoriali, delle aziende autonome e dell'Ente F.S.. –

(5) Famiglie, imprese, Amministrazioni centrali e locali, Istituti di previdenza, Cassa DD.PP. e SIM. – (6) Dati provvisori.

Il basso livello della volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui contratti futures sui titoli di Stato è riconducibile alla relativa stabilità delle aspettative di inflazione, che non hanno risentito in misura rilevante del rincaro del petrolio. Vi può aver contribuito la strategia di comunicazione della Riserva federale statunitense, che avrebbe consentito agli operatori di anticipare correttamente i rialzi dei tassi di interesse a breve termine in dollari nel corso del 2004. La bassa variabilità delle quotazioni riduce il rischio dei singoli strumenti finanziari; essa può indurre gli investitori in cerca di rendimenti più elevati ad accrescere la loro esposizione sul mercato finanziario, con un eventuale aumento del rischio complessivo di portafoglio.

Fig. D21

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



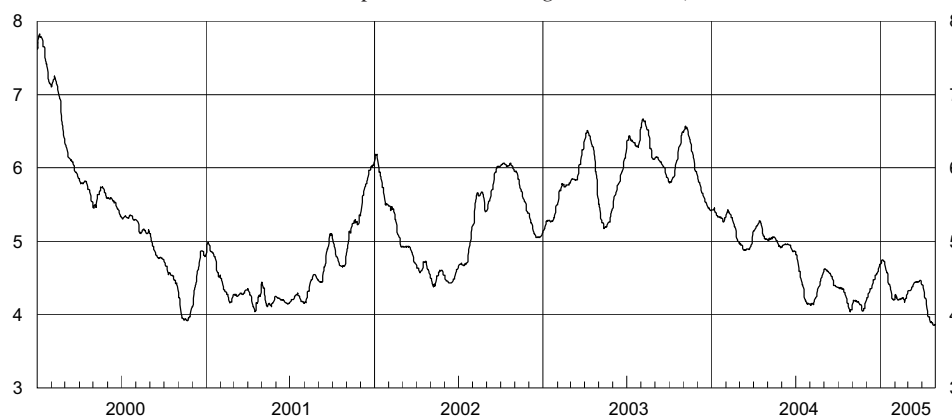
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Tassi benchmark. – (2) Differenziale tra il BTP e il corrispondente titolo Bund, aggiustato per tenere conto della diversa vita residua dei due titoli. – (3) Differenziale tra il BTP e la media semplice dei corrispondenti titoli di Stato dei paesi che nel 2003 hanno registrato un avanzo di bilancio (Belgio, Finlandia e Spagna). – (4) Differenziale tra il Bund decennale e il tasso swap in euro a 10 anni.

Nel 2004 il differenziale di rendimento tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente titolo tedesco è diminuito di 5 centesimi di punto percentuale, sino a toccare gli 0,14 punti; esso non ha risentito della revisione al ribasso del merito di credito dei titoli di Stato italiani (da AA a AA-) annunciata in luglio da una agenzia di rating internazionale. Dopo un ulteriore calo all'inizio del 2005, il differenziale è risalito sui livelli della metà dello scorso anno; l'aumento ha coinciso con un rialzo generalizzato degli spread obbligazionari (cfr. il paragrafo: Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche).

Fig. D22

VOLATILITÀ IMPLICITA DEI BUND DECENNALI (1)
 (media mobile dei 20 giorni che terminano in quello indicato;
 valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Bloomberg.

(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui futures quotati all'Eurex.

Per gli enti locali italiani nel 2004 i differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato italiani sono rimasti stabili. Per un campione di titoli in euro a tasso fisso emessi da tali enti e scambiati con sufficiente regolarità sul mercato secondario, gli spread risultavano in media pari a circa 0,1 punti percentuali.

I rendimenti reali a lungo termine, desunti dalle quotazioni dei titoli di Stato decennali francesi indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro, hanno toccato alla fine del 2004 l'1,2 per cento, contro il 2,0 registrato un anno prima (cfr. il capitolo: *La politica monetaria*).

Nel 2004 la media giornaliera degli scambi di futures sul Bund decennale è rimasta pressoché invariata sui valori elevati raggiunti nell'anno precedente. Le contrattazioni di opzioni sono invece aumentate di oltre il 10 per cento. Sul mercato degli eurodepositi a tre mesi le contrattazioni di futures sono aumentate del 14 per cento, mentre quelle di opzioni sono diminuite del 10 per cento.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni nette. – Nel 2004 le emissioni nette complessive di obbligazioni nell'area dell'euro sono state cospicue (pari a 360,4 miliardi), in linea con l'anno precedente (tav. D30). La componente costituita dai collocamenti delle imprese non finanziarie ha registrato una marcata contrazione (da 49,4 a 13,2 miliardi), riflettendo la protratta debolezza degli investimenti e il miglioramento della redditività aziendale.

**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			In % del PIL
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2004
Italia							
Banche	33.239	32.036	43.048	367.785	399.820	442.868	33
Altre società finanziarie ...	25.167	25.571	14.659	86.463	111.912	126.543	9
Società non finanziarie	6.502	-1.060	9.984	37.082	35.981	45.819	3
Totale ...	64.908	56.547	67.691	491.330	547.713	615.230	46
<i>Per memoria:</i> mercato internazionale (3)	36.102	42.542	54.243	249.670	289.652	342.415	25
Area dell'euro (4)							
Banche	115.095	185.310	267.462	2.762.511	2.927.380	3.192.112	42
Altre società finanziarie	111.358	123.520	79.790	555.618	666.576	742.839	10
Società non finanziarie	29.626	49.357	13.163	454.321	494.818	502.964	7
Totale ...	256.079	358.187	360.415	3.772.450	4.088.774	4.437.915	59
<i>Per memoria:</i> mercato internazionale (3)	423.553	541.132	534.899	2.802.990	3.240.858	3.738.756	50
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e BRI.							
(1) Salvo diversa indicazione, la nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non della società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. - (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. - (3) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono incluse anche le <i>Medium Term Notes</i> con durata all'emissione inferiore all'anno. Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni che vengono collocate anche presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente. - (4) I dati non includono alcuni segmenti del mercato dell'area dell'euro, tra cui quelli relativi ai titoli emessi da società residenti in Lussemburgo e Irlanda.							

I collocamenti netti facenti capo a emittenti italiani sono aumentati da 56,5 a 67,7 miliardi (dal 15,8 al 18,8 per cento del totale dell'area). Le emissioni delle banche sono salite da 32,0 a 43,0 miliardi, mentre si sono ridotte, pur rimanendo cospicue, quelle delle altre società finanziarie. Al contrario di quanto registrato per il resto dell'area, i collocamenti delle società non finanziarie italiane sono stati elevati (10,0 miliardi, contro rimborsi netti per 1,1 miliardi nel 2003). Tale incremento, riconducibile alle operazioni di due grandi prenditori, ha per lo più riflesso processi di riorganizzazione e di consolidamento della struttura finanziaria.

Il gruppo Autostrade ha collocato titoli per un ammontare complessivo di 6,5 miliardi al fine di rimborsare prestiti in essere e allungare la durata media del debito; il gruppo Telecom Italia, pur mantenendo pressoché invariato il valore complessivo dei collocamenti sul mercato internazionale, ha effettuato le operazioni attraverso la capogruppo italiana, invece che, come nel 2003, per il tramite di sussidiarie estere. Nel corso dell'anno si sono registrate anche diverse emissioni da parte di società del settore dei ser-

vizi di pubblica utilità. Come nell'anno precedente hanno fatto ricorso al mercato quasi esclusivamente imprese con elevato merito di credito.

Alla fine del 2004 le famiglie italiane detenevano il 75 per cento del totale delle obbligazioni emesse dalle banche, un valore lievemente superiore a quello dell'anno precedente; non erano variata la quota delle banche (12 per cento), delle compagnie di assicurazioni e dei fondi pensione (7 per cento) e quella delle società non finanziarie (3 per cento).

In Europa, secondo le informazioni diffuse dalla Bond Market Association, nel 2004 si sono verificati ingenti collocamenti lordi di titoli garantiti da attività patrimoniali (453 miliardi, contro un massimo storico di 468 miliardi nell'anno precedente), costituiti da cartolarizzazioni (in cui le attività poste a garanzia vengono cedute a una società appositamente creata) e da *covered bonds* (in cui le attività poste a garanzia rimangono nel bilancio del prestatore). La composizione dei collocamenti è mutata rispetto al 2003: a fronte di un'ulteriore espansione delle operazioni di cartolarizzazione (12 per cento), si sono ridotte (-17 per cento) le emissioni lorde di *covered bonds*, la cui quota sul totale è scesa dal 54 al 46 per cento.

In Italia, le emissioni nette di titoli effettuate da società finanziarie nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione si sono fortemente ridotte rispetto all'anno precedente (da 24,6 a 14,5 miliardi), quale conseguenza dell'elevato importo dei titoli in scadenza (cfr. il capitolo della sezione E: *I controlli*). Come negli anni passati, hanno fatto ricorso alle cartolarizzazioni le banche e, in minore misura, alcuni enti del settore pubblico; l'operazione più consistente (3,6 miliardi) è stata effettuata a fronte di cartolarizzazioni di crediti dell'INPS.

In Italia nel 2004 sono stati emessi per la prima volta dei *covered bonds*. Le emissioni (di 6,5 miliardi) sono state effettuate dalla società Infrastrutture, operante nel settore delle grandi opere pubbliche, alla quale la normativa italiana riconosce la facoltà di emettere titoli della specie. La legge 14 maggio 2005, n. 80, ha previsto la possibilità anche per le banche italiane di emettere questa tipologia di titoli.

Nel 2004 le emissioni lorde di cartolarizzazioni effettuate in Italia hanno rappresentato il 14 per cento del mercato europeo, contro il 43 per cento nel Regno Unito, il 13 in Spagna e il 3 in Germania e in Francia.

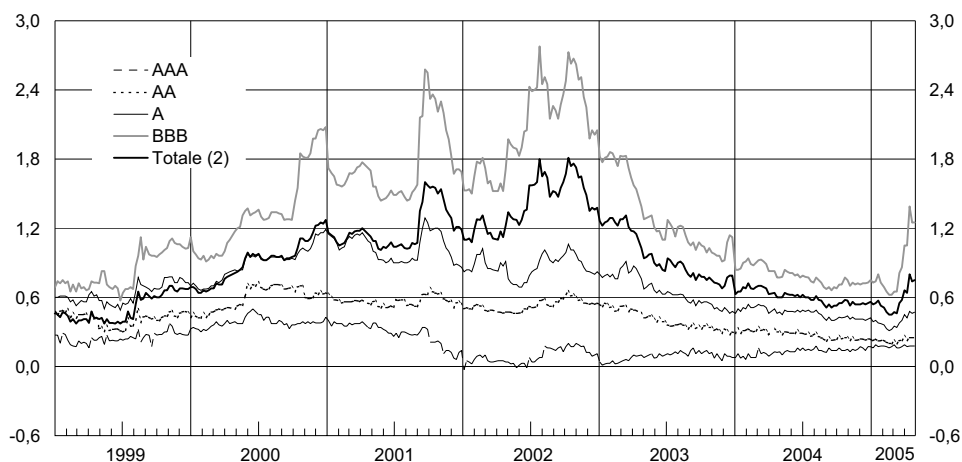
Sulla base di dati di fonte Dealogic, relativi al solo mercato internazionale, circa il 60 per cento delle cartolarizzazioni dell'area dell'euro effettuate nel 2004 è garantito da attività bancarie; di queste ultime oltre il 60 per cento è rappresentato da mutui ipotecari (mortgage-backed securities). In Italia tali quote sono pari, rispettivamente, al 51 e al 45 per cento. Negli ultimi anni hanno assunto particolare rilievo le cosiddette collateralized debt obligations (CDO), strumenti di debito suddivisi in più classi di rischio e garantiti da un portafoglio composto da prestiti, titoli obbligazionari o credit default swaps (CDS). Nel 2004 tali strumenti hanno costituito l'11 per cento delle cartolarizzazioni nell'area dell'euro (il 5 in Italia).

Lo scorso gennaio il Committee on the Global Financial System (CGFS), costituito presso la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), ha pubblicato uno studio sul ruolo delle agenzie di rating nel mercato degli strumenti della finanza strutturata, quali ad esempio i CDO. Per queste tipologie di titoli, la valutazione del rischio di credito risulta particolarmente complessa e i rating attribuiti dalle agenzie specializzate svolgono un ruolo centrale. Dato il coinvolgimento delle agenzie di rating nella organizzazione delle emissioni di questi titoli, l'esistenza di potenziali conflitti di interesse potrebbe indebolire la fiducia degli investitori nell'indipendenza dei giudizi formulati dalle stesse agenzie. Sulla base dell'analisi del mercato e di informazioni raccolte presso i principali operatori finanziari, il rapporto del CGFS pone tuttavia in luce che gli investitori tendono a utilizzare i rating assieme ad altri elementi utili per la valutazione del rischio di credito degli emittenti; inoltre, le agenzie di rating hanno autonomamente adottato misure per disciplinare i propri conflitti di interesse. Il rapporto sottolinea anche i notevoli sviluppi delle tecniche di misurazione del rischio, favoriti dalle innovazioni della finanza strutturata.

I rendimenti. – Nel 2004 il rendimento delle obbligazioni in euro emesse sul mercato internazionale da società non finanziarie con elevato merito di credito (con rating non inferiore a BBB- o Baa3) ha continuato a flettere; alla metà dello scorso febbraio esso si attestava in media al 3,3 per cento, 0,8 punti percentuali al di sotto del valore della fine del 2003. Il differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato di durata comparabile, già su valori contenuti alla fine del 2003, si è ulteriormente ridotto, sino a toccare 0,6 punti alla fine dell'anno (fig. D23). Il calo ha interessato in particolare i settori delle telecomunicazioni e dei media, dove i differenziali sono scesi a 0,5 e 0,6 punti, rispettivamente.

Fig. D23

DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO TRA OBBLIGAZIONI IN EURO DI IMPRESE NON FINANZIARIE E TITOLI DI STATO (1)
(dati di fine settimana; punti percentuali)



Fonte: Merrill Lynch.

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

Alla fine del 2004 il differenziale di rendimento delle obbligazioni con elevato merito di credito era in linea con il livello registrato alla fine degli anni novanta. Per le obbligazioni ad alto rendimento (high yield), invece, esso era sceso su valori assai bassi (circa 2,8 punti percentuali). Tale contenuto spread ha destato timori di una eccessiva riduzione, anche in relazione alla forte espansione negli anni scorsi del comparto dei titoli high yield nell'area dell'euro. In base all'esperienza del mercato statunitense, un aumento della quota di titoli emessi dalle imprese più rischiose viene seguito da un incremento dell'incidenza delle insolvenze sul mercato obbligazionario, con rischi di perdite significative per quegli operatori che non avessero saputo diversificare adeguatamente i propri investimenti.

I rendimenti all'emissione delle obbligazioni collocate sull'euromercato da società italiane sono risultati in linea con quelli di titoli con analoghe caratteristiche di rischio e di durata emessi dai prenditori di altri paesi. Sul mercato secondario, i rendimenti di alcune obbligazioni di grandi aziende italiane operanti nei settori delle telecomunicazioni e dell'energia sono risultati inferiori a quelli di titoli esteri con analoghe caratteristiche. Per i titoli italiani più rischiosi i differenziali con i benchmark di mercato si sono nel complesso ridotti, dopo il forte incremento verificatosi all'inizio del 2004 in seguito alla crisi del gruppo Parmalat.

Le favorevoli condizioni di finanziamento sul mercato obbligazionario internazionale sono riconducibili in primo luogo al miglioramento della situazione reddituale e patrimoniale degli emittenti, in un contesto caratterizzato dal consolidamento della ripresa congiunturale a livello internazionale e dall'abbondante liquidità. Ciò si è riflesso in una marcata diminuzione del tasso di insolvenza e in un sensibile miglioramento delle valutazioni del merito di credito espresse dalle società specializzate: nella seconda parte dell'anno, il numero delle revisioni positive dei giudizi sull'affidabilità creditizia degli emittenti ha superato quello delle revisioni negative. Al calo dei differenziali potrebbe avere contribuito, in una fase di debole espansione della spesa per investimenti e di elevata disponibilità di risorse interne, la contrazione delle emissioni nette delle imprese non finanziarie. Inoltre, la ridotta variabilità dei corsi obbligazionari e il basso livello dei tassi a breve termine avrebbero favorito le operazioni di acquisto di titoli finanziate da indebitamento sul mercato monetario (*carry trades*).

A ridurre i differenziali di rendimento avrebbe infine contribuito la rapida diffusione di strumenti finanziari per il trasferimento del rischio di credito, come i CDS e i CDO. Questi strumenti consentono agli investitori di diversificare il rischio di credito, riducendo in tal modo i premi richiesti sull'investimento in obbligazioni; essi stimolano inoltre la domanda di titoli da parte degli operatori specializzati, incidendo per questa via sui premi di liquidità.

Nei primi mesi del 2005, dopo una ulteriore flessione, i differenziali di rendimento tra le obbligazioni e i titoli di Stato hanno registrato un significativo incremento, in gran parte innescato da timori sulle prospettive del settore automobilistico a livello internazionale.

Tra la fine del 2004 e l'inizio di maggio le difficili condizioni finanziarie ed economiche delle due maggiori case automobilistiche statunitensi, tra i principali prenditori di fondi sul mercato obbligazionario internazionale, hanno indotto alcune agenzie specializzate a rivederne progressivamente al ribasso i rating, portandoli a livello high yield. I declassamenti hanno provocato un marcato aumento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni di tali aziende rispetto ai titoli di Stato. Nel contempo si sono ampliati anche gli spread delle obbligazioni emesse da alcuni tra i principali produttori europei di auto. Tra la metà di marzo e quella di maggio i differenziali di rendimento nel complesso del comparto automobilistico sono aumentati di 1,5 punti percentuali, tornando sui livelli della fine del 2002.

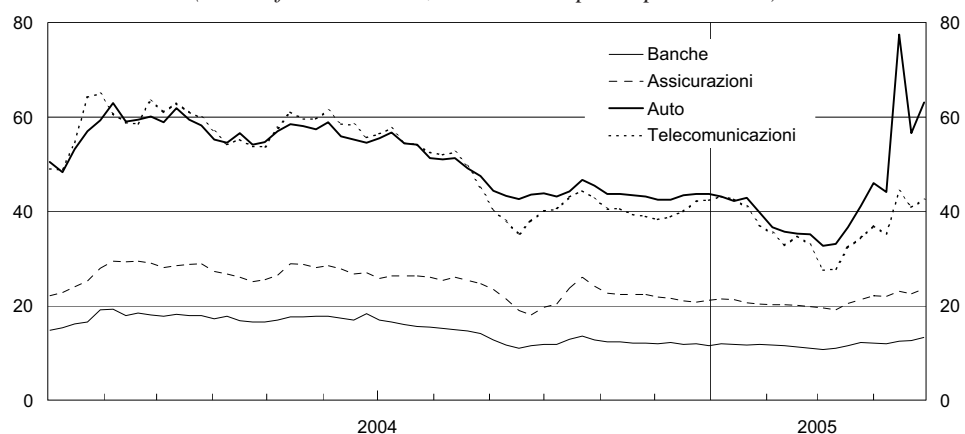
Il mercato dei derivati sul rischio di credito. – Nel 2004 il mercato dei derivati su crediti ha continuato a espandersi a un ritmo elevato. Secondo una stima dell'International Swap and Derivatives Association, lo scorso anno il valore nozionale di questi contratti è più che raddoppiato, portandosi a oltre 8.400 miliardi di dollari, di cui oltre la metà costituita da CDS.

Nel corso del 2004 i premi sui CDS, in linea con gli andamenti registrati dai differenziali di rendimento delle obbligazioni, sono ulteriormente calati in tutti i principali paesi dell'area dell'euro. La riduzione è stata più ampia per le società non finanziarie (fig. D24). Dal marzo 2005 i premi sui CDS sono tornati ad aumentare, in particolare per i settori delle auto e delle telecomunicazioni.

Fig. D24

**PREMI SUI DERIVATI SUL CREDITO PER ALCUNI SETTORI
NELL'AREA DELL'EURO (1)**

(dati di fine settimana; centesimi di punto percentuale)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Medie semplici dei premi sui CDS a 5 anni sul debito senior in euro di alcune delle principali società dell'area dell'euro appartenenti al settore indicato.

I premi sui CDS rappresentano un indicatore del rischio di credito più accurato rispetto ai differenziali di rendimento delle obbligazioni, in quanto risentirebbero in misura più limitata di altri fattori (in particolare,

dei premi per la liquidità e delle differenze nel trattamento fiscale in vigore nei paesi di residenza degli investitori).

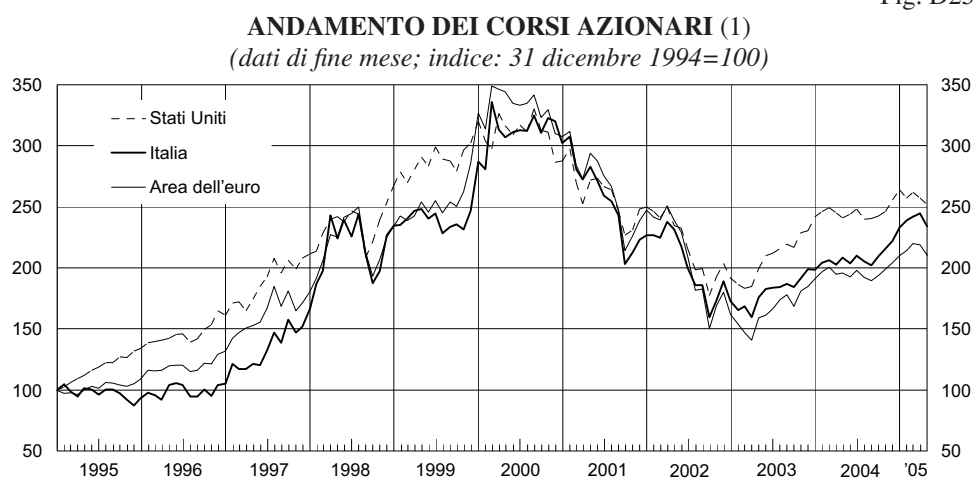
Una stima econometrica relativa al periodo 2002-04 indica che i premi sui CDS sulle principali imprese non finanziarie internazionali sono correlati positivamente con il grado di indebitamento dell'impresa, con la variabilità dei suoi corsi azionari e con il livello dei tassi di interesse privi di rischio. Queste variabili spiegano le variazioni dei premi sui CDS più di quanto non siano in grado di fare per quelle dei differenziali di rendimento delle obbligazioni; la capacità esplicativa risulta maggiore nel caso delle imprese appartenenti al settore delle telecomunicazioni (caratterizzate da premi sui CDS relativamente elevati) e più limitata per le imprese del settore energetico e dei servizi di pubblica utilità (per le quali i premi sui CDS sono generalmente ridotti).

Lo scorso anno i premi medi sui CDS sul debito senior delle banche italiane sono diminuiti, avvicinandosi ai corrispondenti valori delle principali banche internazionali.

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni. – Nel 2004 i corsi azionari nell'area dell'euro sono rimasti relativamente stabili sino alla metà di agosto; successivamente sono tornati a salire. L'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società dell'area in termini di capitalizzazione di borsa, è aumentato del 10 per cento nell'anno (fig. D25). Il rialzo è stato ampio in Spagna e in Italia (19 e 17 per cento, rispettivamente), più contenuto in Germania e in Francia (8 e 7 per cento); i corsi azionari sono aumentati del 9 per cento nel Regno Unito e negli Stati Uniti e del 10 in Giappone.

Fig. D25



Fonte: Bloomberg.

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

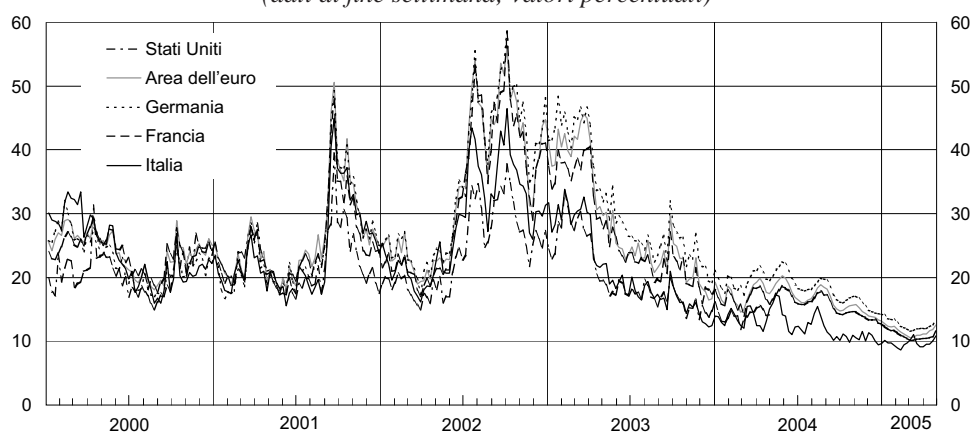
Il rialzo degli indici relativi a settori a elevato contenuto tecnologico è risultato fortemente differenziato: è stato del 18 per cento per il mercato Techmark nel Regno Unito, del 10 per cento per il Nasdaq negli Stati Uniti e del 4 e del 3 per cento, rispettivamente, per il listino TechSTAR in Italia e per il Nouveau Marché in Francia.

Dopo un ulteriore aumento nei primi mesi del 2005, le quotazioni azionarie sono sensibilmente calate in aprile. Nel complesso dei primi quattro mesi dell'anno i listini sono rimasti invariati nell'area dell'euro (con un lieve incremento in Francia, Italia e Spagna e un calo in Germania).

La fase di rialzo dei corsi azionari nell'area è ascrivibile innanzi tutto all'ulteriore flessione dei tassi d'interesse reali registrata nella seconda metà dello scorso anno in seguito al ridimensionamento delle previsioni di crescita dell'area. Presumibilmente essa riflette anche una riduzione del grado di avversione al rischio, desumibile dagli indicatori basati sui prezzi delle opzioni, e un minor grado di incertezza sulle prospettive del mercato azionario in seguito al generale miglioramento delle condizioni patrimoniali e reddituali delle imprese quotate (fig. D26).

Fig. D26

**VOLATILITÀ IMPLICITA DEI CORSI AZIONARI
NELLE PRINCIPALI BORSE INTERNAZIONALI (1)**
(dati di fine settimana; valori percentuali)



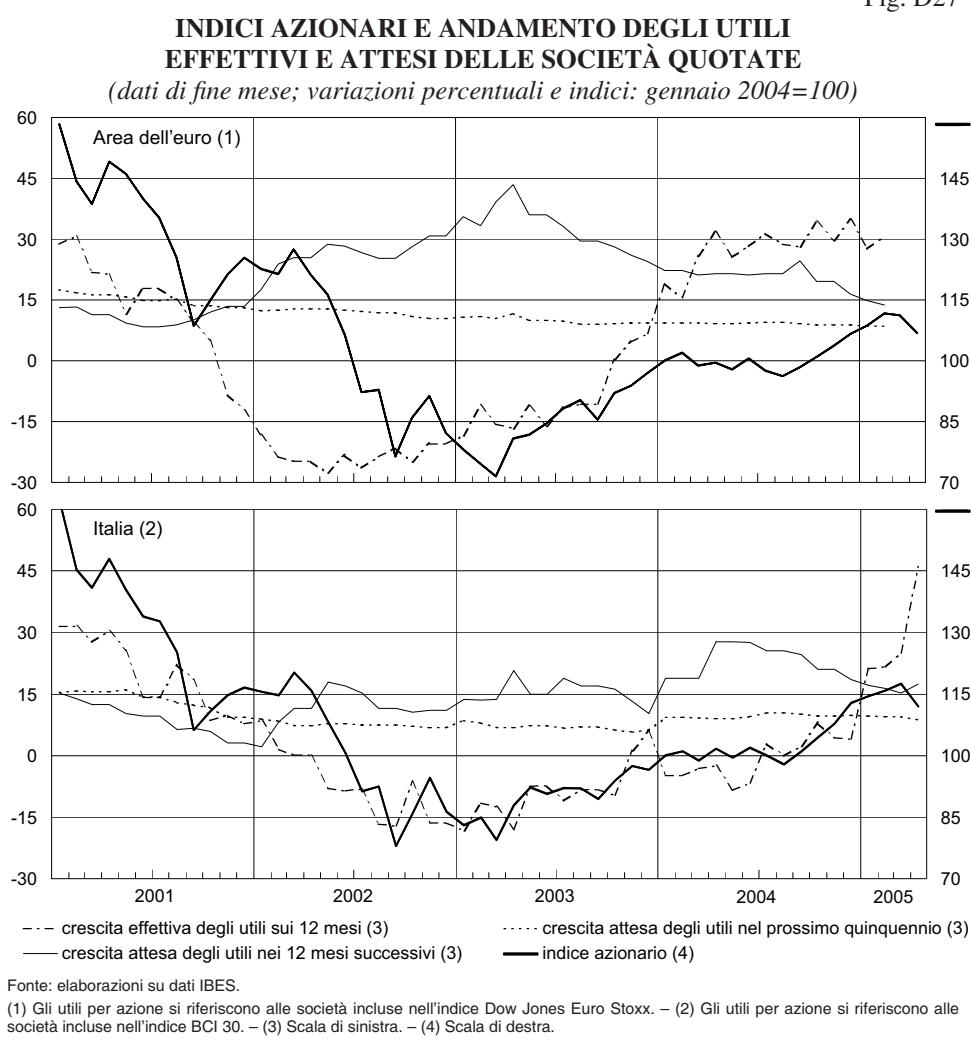
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

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

L'andamento delle aspettative sugli utili avrebbe invece avuto un effetto limitato sui corsi azionari (fig. D27). Secondo i dati rilevati dalla società IBES e relativi alle società incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, tra la fine del 2003 e il primo trimestre del 2005 il tasso di crescita atteso a breve termine degli utili è sceso dal 24 al 14 per cento (negli Stati Uniti, dal 13 al 10 per cento), risentendo anche del rialzo del prezzo del petrolio. Le previsioni sulla crescita degli utili nel medio termine hanno subito anch'esse una contrazione, scendendo al di sotto del 9 per cento in tutti i principali paesi dell'area.

Alla fine dello scorso marzo il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione era compreso tra il 5,7 e l'8,3 per cento nei principali mercati dell'area; era pari al 5,2 per cento negli Stati Uniti. In Italia si collocava al 5,7 per cento, poco al di sopra del valore medio del periodo 1990-2003 (fig. D28), e in linea con esso qualora nel calcolo si utilizzino gli utili previsti in luogo di quelli correnti. L'incremento dei corsi azionari nel 2004 si è accompagnato a un aumento dei dividendi corrisposti dalle imprese, che ha lasciato invariato il rapporto tra i dividendi correnti e la capitalizzazione di borsa.

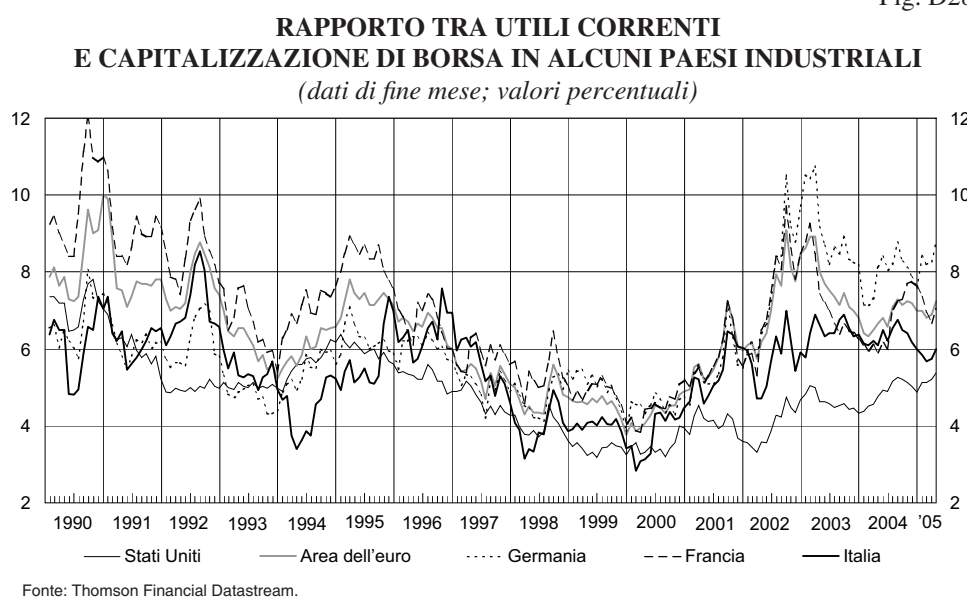
Fig. D27



Nell'aprile 2005 in Italia il rapporto tra dividendi e capitalizzazione di borsa era pari al 3,4 per cento, valore superiore di un punto percentuale a quello medio degli ultimi trenta anni. Ipotizzando valori del premio per il rischio, dei tassi reali e della crescita degli utili coerenti con l'esperienza passata e con le aspettative degli operatori, questo rapporto risulta non molto discosto dal suo valore teorico. Anche per il complesso dell'area dell'euro questo rapporto è sostanzialmente in linea con i valori teorici.

Nell'area dell'euro gli incrementi più elevati delle quotazioni azionarie nel 2004 sono stati registrati dai comparti elettrico (32 per cento), farmaceutico (25), delle telecomunicazioni (18) e bancario (15); più contenuti sono stati gli aumenti dei comparti assicurativo e automobilistico (10 e 4 per cento, rispettivamente). Sono diminuite invece le quotazioni del settore delle alte tecnologie.

Fig. D28



Alla risalita dell'indice della borsa italiana hanno contribuito soprattutto i titoli delle aziende a maggiore capitalizzazione operanti nei settori elettrico, delle telecomunicazioni, energetico e assicurativo. In questi settori le azioni hanno registrato apprezzamenti elevati (41, 31, 25 e 20 per cento, rispettivamente), superiori sia a quello dell'indice generale sia a quelli dei corrispondenti settori dell'area dell'euro. L'aumento è stato invece inferiore a quelli degli altri paesi dell'area nei settori dei media, delle banche e delle automobili. Un andamento delle quotazioni particolarmente positivo (24 per cento) è stato registrato dai titoli del listino STAR, riservato a società di media capitalizzazione che rispondono a elevati requisiti quanto alla qualità delle informazioni rese agli investitori e del governo societario.

In Italia, del basso livello dei tassi di interesse hanno beneficiato soprattutto le società con elevato indebitamento, in particolare quelle dei settori dell'elettricità e delle telecomunicazioni. Il rialzo delle quotazioni della principale azienda del comparto elettrico è stato sospinto anche dall'avvio di un ampio piano di dismissioni. Le quotazioni delle compagnie petrolifere e delle aziende produttrici di gas naturale hanno tratto vantaggio, oltre che dal rialzo del prezzo del petrolio e dall'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, da una maggiore redditività, cui hanno contribuito i processi di consoli-

mento della struttura finanziaria avviati nei periodi precedenti. La principale azienda del comparto telefonico ha realizzato un'importante operazione di riorganizzazione del proprio assetto societario. I corsi delle compagnie assicurative hanno beneficiato soprattutto della crescita degli utili nella seconda parte dell'anno (cfr. il capitolo: Gli investitori istituzionali). Le quotazioni delle banche hanno registrato un andamento peggiore di quello dell'indice generale di borsa nella prima parte dell'anno e una sostenuta ripresa nella seconda, favorita anche da un miglioramento degli utili attesi per il 2004.

Nel 2004 il valore medio giornaliero di scambi di azioni italiane è aumentato rispetto all'anno precedente, come riflesso dell'aumento dei corsi: in rapporto alla media annua della capitalizzazione di borsa, è rimasto invariato attorno allo 0,5 per cento. La quota degli scambi relativi ai titoli inclusi nel nuovo indice S&P/MIB, rappresentativo delle società italiane a maggiore capitalizzazione, è diminuita dal 92 all'89 per cento.

L'offerta e la domanda di azioni. – In Italia il positivo andamento dei corsi azionari si è associato a una ripresa modesta delle operazioni di prima quotazione in borsa. Nel 2004 si sono quotate 8 società sul listino principale (4 nel 2003), di cui 2 sul mercato Expandi (finalizzato alla quotazione di piccole e medie imprese); non si sono invece avuti ingressi sul Nuovo Mercato, come nel 2003 (tav. D31). Il capitale raccolto nel complesso dalle società neoquotate e da quelle già presenti sul listino è diminuito rispetto all'anno precedente, collocandosi su valori molto contenuti (3,2 miliardi, pari allo 0,2 per cento della capitalizzazione media annua complessiva). È proseguita la crescita del segmento degli *exchange-traded funds* (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*).

Anche nell'area dell'euro la ripresa delle operazioni di prima quotazione è stata relativamente moderata (72, contro 30 nel 2003). Negli Stati Uniti hanno fatto ingresso in borsa 194 società, contro 71 nel 2003.

Alla fine dello scorso dicembre erano quotate presso la Borsa italiana 269 società italiane, contro 271 alla fine del 2003. Grazie alla risalita dei corsi, nel 2004 la capitalizzazione è passata da 487 a 569 miliardi, dal 37 al 43 per cento del PIL (alla fine del 2000 aveva superato il 70); tale rapporto era pari al 40 per cento in Germania, al 72 nei quattro paesi del circuito Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), al 127 nel Regno Unito e al 139 negli Stati Uniti. Negli ultimi quindici anni le dimensioni relative della capitalizzazione di borsa sono rimaste sostanzialmente stabili tra i vari paesi.

Alla fine del 2004 le azioni delle società non finanziarie (escluse le imprese del settore dei servizi) rappresentavano in Italia il 23 per cento della capitalizzazione complessiva di borsa, una quota sensibilmente inferiore sia a quelle della Germania e della Francia (55 e 69 per cento, rispettivamente) sia a quelle del Regno Unito e degli Stati Uniti (59 e 72 per cento, rispettivamente). In Italia risultava invece più elevata rispetto agli altri

principali paesi sia l'incidenza delle banche e delle assicurazioni (37 per cento, contro una media del 25 per cento negli altri quattro paesi) sia quella delle società di servizi (37 per cento, contro una media del 12).

Tav. D31

PRINCIPALI INDICATORI DELLA BORSA ITALIANA
(milioni di euro, salvo diversa indicazione)

Voci	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Variazione dei corsi (1)	22,3	5,4	-25,1	-23,7	14,9	17,5
Società italiane quotate (numero a fine anno)	264	291	288	288	271	269
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	6	39	44	44	41	37
Capitalizzazione (2)	726.566	818.384	592.319	457.992	487.446	568.901
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	6.981	22.166	12.489	6.438	8.265	6.674
<i>in percentuale del PIL</i>	65,6	70,2	48,6	36,3	37,5	43,1
composizione percentuale: (3)						
<i>industriali</i>	20	21	23	25	23	23
<i>assicurativi</i>	11	14	13	11	12	12
<i>bancari</i>	23	25	23	22	26	25
<i>finanziari</i>	3	3	3	3	4	3
<i>servizi</i>	43	37	39	39	35	37
Totale ...	100	100	100	100	100	100
Emissioni lorde di azioni (4)	22.543	9.148	6.171	3.894	8.710	3.197
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	280	4.402	222	115	5	65
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	189.822	29.764	10.554	5.142	1.412	5.999
di cui: <i>società estere</i>	119.415	..	..	2.067	..	..
di cui: <i>al Nuovo Mercato</i>	1.345	22.108	458	..	..	..
Dividendi distribuiti (6)	10.052	15.711	15.889	18.650	17.030	22.517
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	3,4	4,5	6,0	5,9	6,4	6,0
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	1,5	2,1	2,8	3,8	3,4	3,4
Controvalore degli scambi:						
<i>mercato di borsa</i> (8)	504.070	845.193	620.004	572.940	580.703	641.376
<i>futures sull'indice S&P/MIB</i> (9)	905.841	984.392	829.416	673.836	527.024	467.122
<i>opzioni sull'indice S&P/MIB</i> (9)	264.181	323.166	246.555	176.513	153.998	152.839
Turnover (10)	83	109	88	109	123	121

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana, Mediobanca e Thomson Financial Datastream.

(1) Variazione percentuale dell'indice Mib storico nel corso dell'anno. – (2) Valore di fine periodo. Società italiane. – (3) I dati non includono il Nuovo Mercato, il mercato Expandi e il Mercato Ristretto (chiuso nell'ottobre del 2003). – (4) Il valore delle emissioni è dato dal prodotto tra il numero di azioni emesse e il loro prezzo di emissione. Società italiane. – (5) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna società alla data di collocamento. – (6) Dati Mediobanca fino al 2003. Dal 2004, elaborazioni su dati Borsa Italiana. – (7) Dato di fine periodo. Valori percentuali. Utili e dividendi correnti. – (8) Società italiane. – (9) Dal settembre 2004 sostituisce il precedente contratto sull'indice Mib30. – (10) Rapporto percentuale tra controvalore annuo degli scambi e capitalizzazione media dell'anno. Società italiane.

Lo scorso 20 settembre l'indice S&P/MIB ha sostituito il Mib30 quale indice del listino principale della Borsa italiana. Il nuovo indicatore è composto da 40 titoli, rappresentativi di oltre il 70 per cento della capitalizzazione del mercato italiano; la ponderazione delle azioni è basata sul flottante (quantitativo di titoli negoziabili in borsa), invece che sulla capitalizzazione di borsa.

Dalla fine del gennaio 2005 la Borsa italiana calcola l'indice All STARs, che comprende le azioni di tutte le società che rispondono a elevati requisiti in termini di trasparenza e di altre caratteristiche; vi sono inclusi i titoli del segmento STAR del listino principale e quelli dell'analogo segmento TechSTAR del Nuovo Mercato. Dalla stessa data la Borsa italiana calcola per il Nuovo Mercato soltanto un nuovo indice relativo al segmento TechSTAR. Infine, i panieri degli indici MIB e MIBTEL sono stati allargati alle azioni del Nuovo Mercato.

Il mercato dei derivati su indici di borsa e su azioni. – Nel 2004 il numero medio giornaliero degli scambi di contratti futures sull'indice S&P/MIB e quello di contratti miniS&P/MIB (futures di taglio ridotto) sono diminuiti, rispettivamente, del 31 e del 46 per cento rispetto ai livelli registrati dai corrispondenti contratti futures sull'indice Mib30 nell'anno precedente. La contrazione degli scambi sarebbe stata in parte determinata dall'incertezza dovuta all'introduzione dei nuovi strumenti derivati basati sull'indice S&P/MIB.

Il controvalore complessivo degli scambi di contratti di opzione è rimasto invariato, mentre quello di futures su singole azioni è passato da 2 miliardi nel 2003 a 8 nel 2004. La loro quota sul totale degli scambi di futures è tuttavia ancora limitata (l'1,5 per cento, contro lo 0,3 nel 2003).