

Statistiche e analisi

Tendenze e sfide
per il settore finanziario italiano

Rapporto congiuntura

2024



Questo Rapporto è stato curato da

Paola Deriu e Valeria Caivano (coordinatrici), Francesco Fancello, Monica Gentile, Alberto Noè, Lucia Pierantoni, Greta Quaresima.

Gli autori ringraziano Francesco Scalese per le analisi illustrate nel Riquadro 1, 'Mercato primario italiano' e Giovanna Di Stefano per il contributo alle analisi illustrate nel Riquadro 2, 'Investitori istituzionali nelle società quotate italiane'.

Le opinioni espresse nel presente Rapporto sono personali degli autori e non impegnano in alcun modo la CONSOB. Nel citarne i contenuti, non è pertanto corretto attribuirli alla CONSOB o ai suoi Vertici.

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Segreteria di redazione e progettazione grafica
Eugenia Della Libera e Lucia Pierantoni.

Per informazioni e chiarimenti scrivere a: studi_analisi@consob.it

Tipografia Tiburtini Roma, gennaio 2025

Il Rapporto illustra la congiuntura e i rischi del sistema finanziario italiano nel confronto internazionale, analizzando anche le dinamiche che possono rilevare per il raggiungimento degli obiettivi istituzionali della CONSOB.



SINTESI

L'attuale contesto economico si caratterizza per il persistere di incertezze legate sia alle tensioni geopolitiche sia alla crescita economica.

Quanto alle prime, oltre alla guerra in Ucraina, diversi altri conflitti interessano varie regioni del mondo, tra i quali risulta di particolare rilievo il conflitto in Medio Oriente. L'impatto di questi eventi sui mercati finanziari sembra essere al momento relativamente limitato, sebbene in futuro eventuali effetti avversi sui prezzi delle materie prime potrebbero incidere sulla dinamica dell'inflazione. Inoltre, i crescenti rischi geopolitici potrebbero influenzare l'economia reale anche attraverso l'impatto sul commercio estero e sulle catene globali del valore. A tal proposito, analisi proposte dalla World Trade Organization (WTO) indicano che il peso delle esportazioni di beni intermedi diversi dai combustibili fossili sul totale del commercio mondiale è diminuito dal 57% registrato all'inizio del 2022 al 53% nel giugno 2024, segnalando un leggero deterioramento delle catene globali del valore.

Con riferimento all'andamento dell'economia reale, per il 2024, il tasso di crescita del PIL negli Stati Uniti è atteso in linea con i livelli pre-pandemia, mentre risulta significativamente più basso in Cina e nei principali paesi europei, fatta eccezione per l'Italia. In particolare, tra i maggiori paesi dell'area euro, la Germania registra la performance peggiore in termini di crescita del prodotto, principalmente a causa delle persistenti difficoltà del settore manifatturiero. In questo contesto, la crescita del PIL in Italia mostra una dinamica positiva anche per effetto degli investimenti legati al Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR). Ad agosto 2024, l'Italia aveva già ricevuto 113 miliardi di euro tra sovvenzioni e prestiti, pari al 58% del totale delle risorse previste dal Piano.

Nell'area euro, il rallentamento dell'economia nel 2024 ha inciso sulla dinamica dell'inflazione che è calata rispetto ai picchi osservati nel biennio 2022-2023. A dicembre, il tasso di crescita annuale dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo si è collocato al 2,4% nell'area euro (1,4% in Italia), mentre la componente di fondo è rimasta più elevata (2,7% nell'area euro, 1,8% in Italia), trainata anche dai prezzi di servizi a elevata stagionalità, come il turismo. In questo contesto, la Banca Centrale Europea (BCE) ha ridotto i tassi di interesse di riferimento di 100 punti base nel periodo giugno-dicembre 2024.

Le dinamiche macroeconomiche si sono riflesse sull'andamento dei mercati azionari che mostrano, in particolare, un divario in termini di performance fra Stati Uniti e area euro. Nello specifico, lo S&P500 è cresciuto del 23% circa nel 2024, mentre lo EuroStoxx50 ha registrato un incremento dell'8%. Con riferimento ai maggiori paesi dell'area euro, le dinamiche osservate nell'ultimo anno sui mercati azionari sono state eterogenee: il mercato tedesco ha esibito la performance migliore, con l'indice Dax40 cresciuto del 19% circa, seguito dall'Ibex35 spagnolo (+15%) e dal FtseMib italiano (+13%). In Francia, invece, il Cac40 è calato del 2% circa.

In questo quadro, i mercati europei continuano a caratterizzarsi per dimensioni strutturalmente inferiori rispetto al mercato statunitense. A settembre 2024, la capitalizzazione complessiva dei mercati azionari statunitensi in rapporto al PIL risultava superiore al 200%, a fronte del 60% osservato nell'area euro (38% in Italia).

Entrambe le giurisdizioni registrano, altresì, una contrazione dei mercati azionari con il numero di società quotate in diminuzione ormai da diversi anni. Il fenomeno del *delisting* interessa anche l'Italia dove, nel 2024, sono uscite dal mercato 29 società, 15 da EXM e 14 da EGM. Nel medesimo periodo il numero di società di nuova quotazione o ammesse alla negoziazione è stato pari a 23, di cui solo due sul mercato principale EXM e 21 su EGM. Si tratta di un fenomeno che conferma l'importanza di intensificare l'impegno volto alla piena realizzazione delle azioni delineate nel Piano per l'Unione dei mercati dei capitali (CMU) e tese a favorire un maggiore sviluppo dei mercati dell'Unione.

A tal fine, un fattore cruciale è rappresentato dalla partecipazione degli investitori istituzionali ai mercati azionari, che in Europa risulta significativamente più bassa rispetto agli Stati Uniti: a novembre 2024, la capitalizzazione di mercato delle prime 100 società statunitensi attribuibile agli investitori istituzionali risultava pari al 74% circa a fronte del 42% riferibile alle prime 100 società europee.

Con riferimento alla partecipazione degli investitori istituzionali ai mercati dei capitali, occorre osservare, inoltre, che tali investitori possono svolgere un ruolo chiave anche nel finanziamento delle PMI, poiché dotati di risorse consistenti e di orizzonti di investimento a lungo termine. Ad oggi, la loro partecipazione al

capitale delle società quotate su EXM risulta piuttosto contenuto e comunque limitata alle società di maggiori dimensioni.

Passando al settore del *private equity* e del *venture capital*, si osservano differenze di rilievo tra il contesto statunitense e quello prevalente in Europa. Stime di analisti mostrano che, nei primi nove mesi del 2024, gli investimenti di *private equity* e di *venture capital* negli Stati Uniti sono stati pari a 1,8 e 3,2 volte quelli realizzati in Europa.

Le risorse provenienti dai mercati privati possono costituire un'importante fonte di finanziamento sia per le imprese mature sia per quelle maggiormente innovative. Il loro ruolo nel sistema finanziario può essere considerato complementare a quello dei mercati dei capitali pubblici. Tuttavia, questi ultimi costituiscono anche un pilastro portante del sistema di tutela degli investitori poiché forniscono alle famiglie opportunità di investimento più accessibili, trasparenti e liquide rispetto alle opzioni private. A questo proposito, un obiettivo chiave della CMU è quello di promuovere una maggiore partecipazione, diretta e indiretta, degli investitori *retail* ai mercati dei capitali. Anche in questo ambito, i dati europei non risultano confortanti se paragonati con quelli statunitensi. Un'analisi delle attività finanziarie detenute dalle famiglie nelle due giurisdizioni mostra, infatti, che la partecipazione delle famiglie europee al mercato dei capitali è inferiore rispetto a quanto rilevato negli Stati Uniti.

Un mercato dei capitali sviluppato, efficiente, di dimensioni adeguate e con buone prospettive di crescita risulta di fondamentale importanza anche per il finanziamento dell'economia reale, specie nell'attuale quadro congiunturale caratterizzato da condizioni finanziarie meno favorevoli rispetto al passato. Nell'area euro, i tassi di interesse hanno mostrato una traiettoria discendente per tutto il 2024, dopo aver raggiunto il punto più alto alla fine del 2023. Aspettative di ulteriori cali dei tassi sono connesse all'assetto via via più accomodante che sta assumendo la politica monetaria nelle economie avanzate. Tuttavia, le incertezze connesse agli sviluppi geopolitici restano significative e i livelli prevalenti dei tassi di interesse potrebbero risultarne influenzati, mantenendosi comunque su valori superiori rispetto a quelli storicamente bassi registrati nel periodo antecedente al 2022. In un tale contesto risulta importante monitorare i rischi per la sostenibilità del debito e, più in generale, per la

stabilità finanziaria, specie in settori o aree geografiche caratterizzati da un elevato livello di indebitamento. Con riferimento all'Europa, l'ecosistema delle società non finanziarie (SNF) si caratterizza per una maggiore dipendenza dal capitale di debito come fonte di finanziamento rispetto, ad esempio, agli Stati Uniti. A giugno 2024, infatti, il rapporto tra capitale di debito e capitale proprio (*debt-to-equity ratio*) era pari al 47% per le imprese statunitensi, contro il 70% per le imprese dell'area euro (77% in Italia). I livelli di indebitamento delle imprese risultano elevati nell'area euro anche in rapporto al PIL, poiché negli USA l'indebitamento delle SNF rappresenta il 75% del PIL a fronte del 102% nell'area euro (60% in Italia). Il dato è mitigato dall'indebitamento delle famiglie che nell'area euro è pari al 52% del PIL (37% in Italia) a fronte del 71% registrato negli USA. All'indebitamento complessivo concorre anche il settore pubblico, con un debito che a giugno 2024 rappresentava il 120% del PIL negli USA, a fronte di una media dell'area euro pari all'88% (137% in Italia).

Tutti i dati esposti finora mostrano come una delle principali sfide per l'Eurozona, e ancor di più per l'Italia, resti quella di favorire un cambiamento strutturale nell'assetto delle fonti di finanziamento dell'economia reale, al fine di garantire, attraverso la maggiore diversificazione, la resilienza del sistema finanziario nel suo complesso e sostenere una crescita della competitività delle imprese in un quadro globale sempre più complesso. Accanto a tale obiettivo occorre osservare che il diffondersi di nuove tecnologie, assieme a benefici in termini di efficienza e produttività, implica anche rischi connessi alla sicurezza delle infrastrutture pubbliche e private, che necessitano di un adeguato monitoraggio. Analogamente, anche lo sviluppo dei mercati delle cripto-attività rappresenta un fenomeno che richiede attenzione ai fini della tutela degli investitori.

Per facilitare l'accesso ai mercati dei capitali da parte delle imprese e consentire che maggiori risorse finanziarie vengano convogliate nei mercati pubblici è importante proseguire nella semplificazione del quadro normativo nonché intensificare le attività di educazione finanziaria per famiglie e imprese, in particolare PMI. Le considerazioni esposte nel Rapporto sono in linea con le azioni da intraprendere al fine di favorire il passaggio da una CMU a una Unione del Risparmio e degli Investimenti (*Savings and Investments Union* - SIU).

HIGHLIGHTS

tasso di crescita del PIL nel 2024

↑ +1,9% STATI UNITI
+1,3% AREA EURO
+1,0% ITALIA

inflazione variazione annuale

(dicembre 2024)

2,4% AREA EURO
1,4% ITALIA ↓

partecipazione famiglie
ai mercati dei capitali
(giugno 2024)

quota strumenti detenuti su
totale attività finanziarie

70% STATI UNITI
54% AREA EURO
57% ITALIA

rapporto tra liquidità e
strumenti detenuti

17% STATI UNITI
60% AREA EURO
48% ITALIA

indebitamento famiglie
in percentuale del PIL

71% STATI UNITI
52% AREA EURO
37% ITALIA

indebitamento pubblico
in percentuale del PIL

120% STATI UNITI
88% AREA EURO
137% ITALIA

indebitamento SNF
(giugno 2024)

in rapporto al capitale

47% STATI UNITI
70% AREA EURO
77% ITALIA

in rapporto al PIL

75% STATI UNITI
102% AREA EURO
60% ITALIA

andamento mercati azionari nel 2024

↑ +23% S&P500
 +8% EUROSTOXX 50
 +13% FTSE MIB

mercato azionario italiano

	AMMISSIONI	REVOCHE
2024	23 (2 EXM + 21 EGM)	29 (15 EXM + 14 EGM)
DAL 2018	254 (50 EXM + 204 EGM)	175 (84 EXM + 91 EGM)

partecipazione degli investitori istituzionali al mercato azionario

quota della capitalizzazione delle

- prime 100 società quotate



74% STATI UNITI



42% EUROPA

- società quotate Italiane

NON-PMI



24%



PRIME 5
31%

PMI



11%



ULTIME 5
1%

SOMMARIO

Riquadri

Mercato primario italiano	20
Investitori istituzionali nelle società quotate italiane	21
Redditività delle maggiori SNF quotate europee	27
Correlazione tra azioni e titoli di Stato	30
Produttività in Italia	31
Produttività delle PMI europee	35
Dividendi delle maggiori SNF quotate europee	35
Correlazione tra criptovalute e titoli azionari	37

<u>1. Quadro macroeconomico</u>	12
<u>2. Mercati dei capitali</u>	18
<u>3. Sostenibilità del debito</u>	24
<u>4. Andamento dei mercati azionari</u>	32
<u>Elenco delle figure nell'Appendice</u>	38

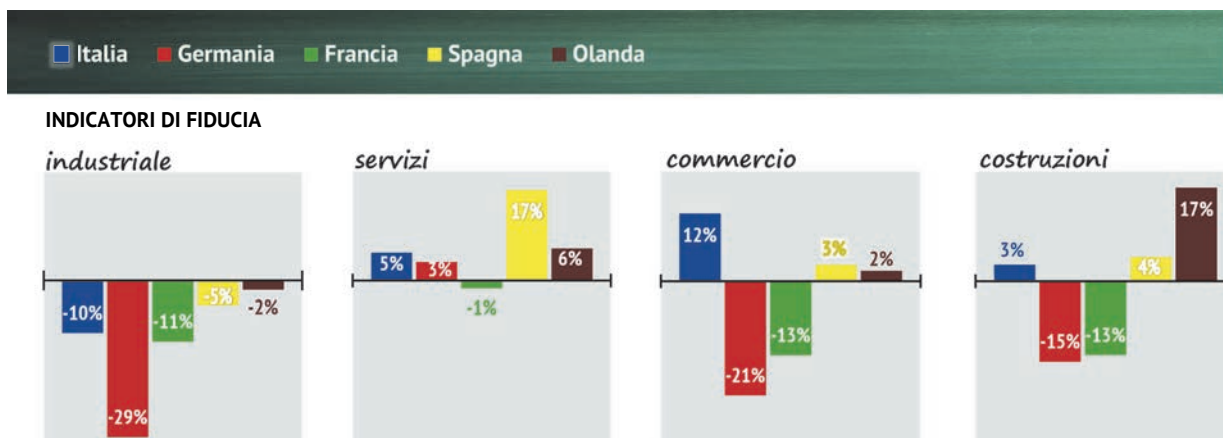
Quadro Macroeconomico

L'attuale contesto economico si caratterizza per il persistere di incertezze legate sia alle tensioni geopolitiche sia alla crescita economica. Per il 2024, il tasso di crescita del PIL negli Stati Uniti è in linea con i livelli pre-pandemia, mentre risulta significativamente più basso in Cina e nei principali paesi europei, fatta eccezione per l'Italia. Tra i maggiori paesi dell'area euro, la Germania registra nell'anno la performance peggiore in termini di crescita del prodotto, soprattutto a causa delle persistenti difficoltà del settore manifatturiero.



Fonte: FMI e Commissione europea.

Le deboli prospettive economiche dell'area euro sono confermate anche dagli indicatori di fiducia delle imprese industriali che risultano stabilmente in territorio negativo nei maggiori paesi europei. In aggiunta, Germania e Francia mostrano indicatori di fiducia fortemente negativi anche nei settori delle costruzioni e del commercio al dettaglio.



Fonte: dati Eurostat a dicembre 2024.

*Navigare il cambiamento:
tendenze macroeconomiche
tra incertezze e tensioni geopolitiche*

In questo contesto, l'economia italiana mostra un certo grado di resilienza in termini di dinamica del PIL, che può essere attribuito in parte agli investimenti legati al Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR). Ad agosto 2024, l'ammontare delle sovvenzioni e dei prestiti erogati all'Italia ha raggiunto i 113 miliardi di euro, pari al 58% del totale delle risorse destinate al Paese.

maggiori partner commerciali italiani

IMPORTAZIONI

Germania **15,0%**

Cina **8,7%**

Francia **8,0%**

ESPORTAZIONI

Germania **11,6%**

USA **10,5%**

Francia **10,0%**

Fonte: Osservatorio economico MAECI, settembre 2024.

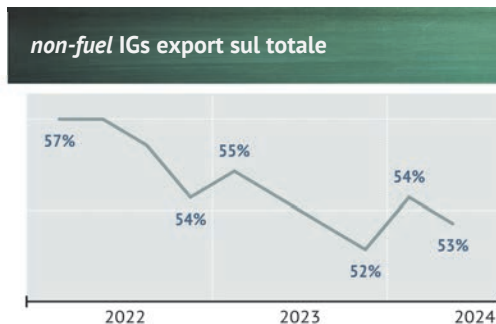
Nonostante la resilienza della dinamica del prodotto in Italia, il rallentamento economico che interessa altre economie dell'area è suscettibile di avere ripercussioni sul nostro Paese, in primo luogo in ragione della contrazione della domanda di export. Nello specifico, la Germania rappresenta il principale partner commerciale dell'Italia con quote di import pari al 15% del totale delle importazioni italiane e una quota di export prossima al 12% delle esportazioni complessive.

La fragile congiuntura economica dell'area euro si riflette sulla dinamica dell'inflazione, con l'indice generale dei prezzi al consumo che a dicembre 2024 si è collocato al 2,4% (1,4% in Italia). In calo anche la componente di fondo che tuttavia si colloca al 2,7% (1,8% in Italia), sostenuta dalle componenti connesse ai servizi con una forte componente stagionale, quali il turismo, e alle attività i cui prezzi si adeguano con ritardo ai movimenti dell'indice generale (Fig. 1.9 in Appendice).

In questo quadro, la Banca Centrale Europea (BCE) ha ridotto i tassi d'interesse di riferimento dell'1% nel periodo giugno-dicembre 2024, decisione motivata dalla valutazione delle prospettive dell'inflazione. L'attuale traiettoria discendente dell'inflazione potrebbe essere influenzata, al rialzo, da crescenti tensioni geopolitiche che potrebbero incidere sulla dinamica dei prezzi dell'energia e, al ribasso, da una crescita più debole delle attese.

L'incertezza circa le prospettive economiche resta elevata in Europa mentre negli USA sembra essere maggiormente rilevante quella connessa all'evoluzione geopolitica, anche alla luce degli esiti delle elezioni presidenziali di novembre scorso.

Il rischio geopolitico incide sul commercio estero e sulle catene del valore globali che, a partire dal 2022, hanno mostrato un deterioramento come evidenziato dalle esportazioni di beni intermedi diversi dai combustibili fossili (*non-fuel IGs*), il cui peso sul commercio mondiale è passato dal 57% a inizio 2022 al 53% a giugno 2024. L'andamento delle esportazioni di questo tipo di beni, utilizzati per la produzione di beni finali, è infatti tipicamente considerato un indicatore della forza delle catene globali del valore.



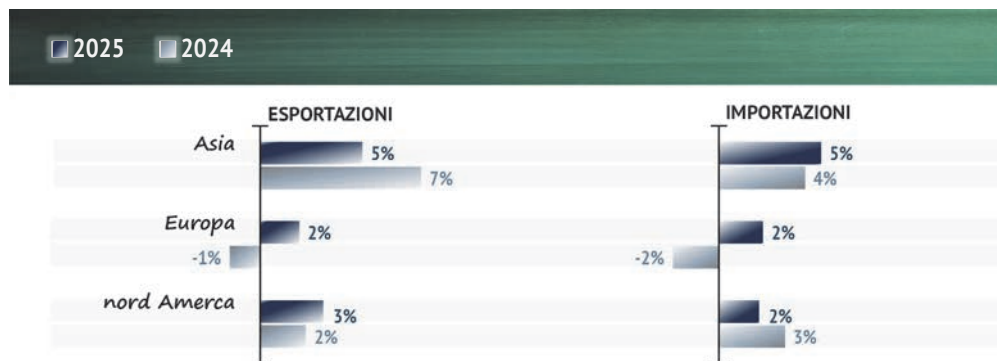
Fonte: WTO, ottobre 2024.

Nel complesso, tuttavia, il commercio estero sembra mostrare una certa resilienza a livello globale, come confermato sia dall'incremento dei volumi di beni scambiati sia dalla dinamica di indicatori segnaletici dell'andamento dell'attività commerciale, quali il numero di voli commerciali e il traffico di container a livello globale.



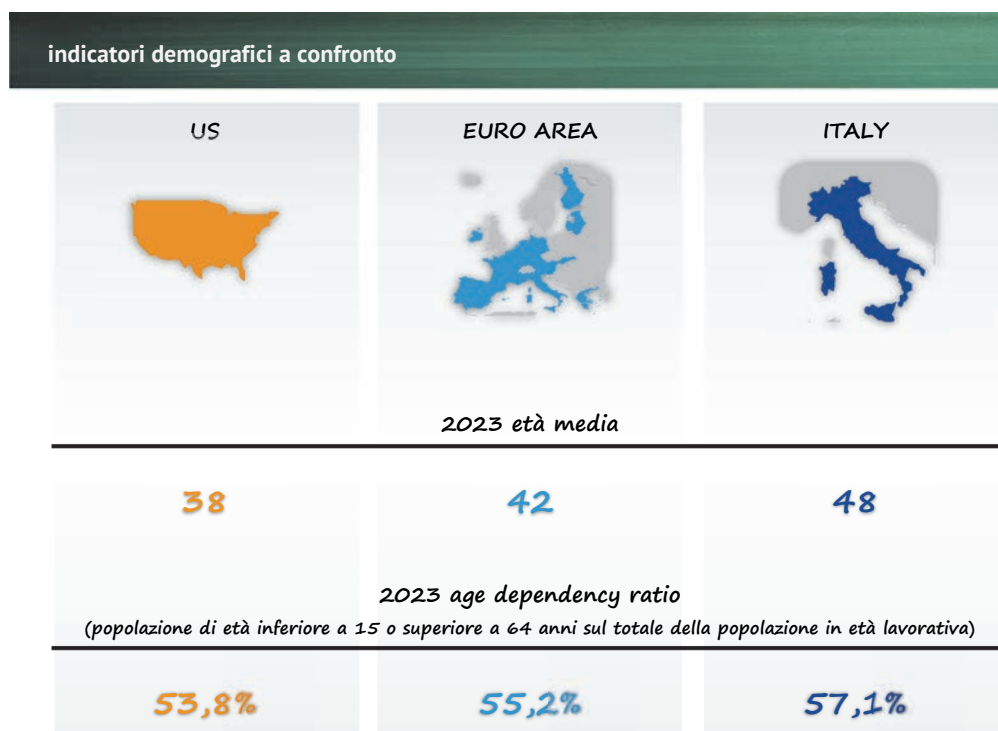
Fonte: elaborazioni su dati RWI Leibniz Institute for Economic Research e Fliqhtradar24, ottobre 2024.

Proiezioni della World Trade Organization (WTO) mostrano, tuttavia, una contrazione dei volumi di importazioni ed esportazioni in Europa nel 2024 seguita da un incremento nel 2025. Tali proiezioni, tuttavia, potrebbero risultare sovrastimate, specie alla luce dei mutati assetti politici negli Stati Uniti che potrebbero determinare un inasprimento delle misure protezionistiche, suscettibile di incidere negativamente sul commercio globale e sulla domanda estera dell'UE. Tali dinamiche assumono particolare rilievo per l'Italia in ragione dell'intenso scambio commerciale con gli Stati Uniti che rappresentano il secondo mercato per le esportazioni italiane.



Fonte: proiezioni WTO, ottobre 2024.

Sebbene al momento le evidenze di una frammentazione del commercio internazionale siano ancora deboli, tale prospettiva costituisce un rischio da monitorare a causa del suo potenziale impatto sulla crescita economica. Secondo uno studio della Banca europea per gli investimenti (BEI, Navigating supply chain disruptions, ottobre 2024) basato sui dati di *survey*, il 37% degli importatori dell'UE considera un ostacolo importante per le proprie attività le maggiori difficoltà nell'accesso alle materie prime riscontrate dall'inizio del 2022. Inoltre, il 34% degli importatori dell'UE indica come criticità rilevanti le interruzioni della logistica e dei trasporti. Altri ostacoli includono l'accesso a semiconduttori e microchip (23%) e a prodotti semilavorati e attrezzature (27%). Le interruzioni delle catene di approvvigionamento a livello globale, dovute a diversi fattori come la crisi pandemica o le politiche protezionistiche alimentate da eventi geopolitici, hanno indotto infatti i governi a prendere in considerazione strategie come la rilocalizzazione delle catene di approvvigionamento in patria o in paesi limitrofi (cosiddetti fenomeni di *reshoring* o *nearshoring*). Queste evoluzioni sono suscettibili di costituire uno svantaggio competitivo per l'Europa, che potrebbe riscontrare maggiori difficoltà nel porre in essere politiche di *reshoring* a causa dei costi più elevati della manodopera e dell'energia, degli standard ambientali più severi e, in una prospettiva di lungo periodo, della dinamica demografica meno favorevole. L'area euro e, in particolare, l'Italia, si caratterizzano infatti per un'età media e un *age dependency ratio* significativamente più elevati rispetto, ad esempio, agli Stati Uniti, con implicazioni negative sia per l'offerta di lavoro sia per le competenze della forza lavoro.



Fonte: dati UN tramite OurWorldinData.org, ottobre 2024.

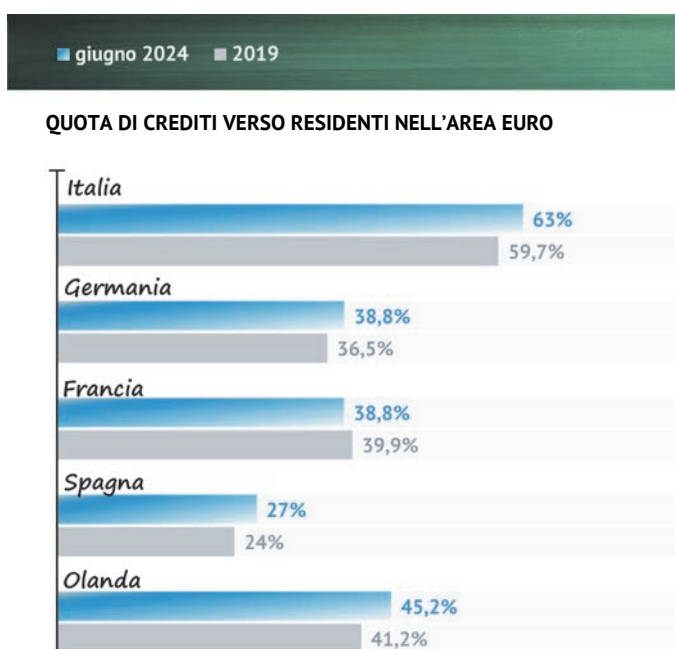
Anche nei mercati finanziari si osserva un lieve calo delle esposizioni transfrontaliere: nel secondo trimestre del 2024 gli investimenti dei fondi comuni europei in azioni e obbligazioni emesse nell'area euro rappresentavano oltre il 45% degli investimenti totali in questo tipo di strumenti, da meno del 38% e del 32% registrati rispettivamente nel 2019 e nel 2015. Con riferimento invece ai fondi pensione europei, la quota di investimenti in azioni dell'area euro si è attestata all'8,6% del totale degli investimenti in azioni a giugno 2024, rispetto all'8% registrato alla fine del 2019 (Figg. 7.8 – 7.9 in Appendice).



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

Anche nel settore bancario la quota delle esposizioni transfrontaliere delle banche dei maggiori paesi dell'area euro nei confronti dei residenti nell'area è risultata in lieve aumento rispetto ai valori registrati alla fine del 2019.

In questo contesto, permane la necessità di monitorare gli sviluppi dell'innovazione tecnologica che, accanto a vantaggi in termini di efficienza e produttività, può porre potenziali rischi connessi alla sicurezza informatica delle infrastrutture pubbliche e private. Nel 2024, il costo medio globale di una violazione informatica di dati ha raggiunto circa 5 milioni di dollari, facendo registrare un aumento del 10% rispetto all'anno precedente e il più alto tasso di crescita annuale dal 2020.

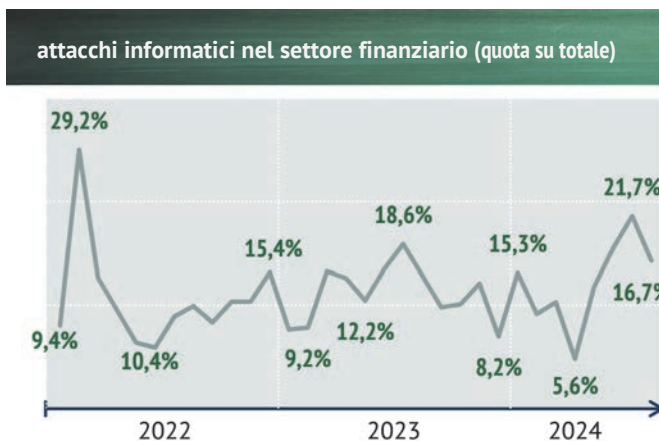


Fonte: elaborazioni su dati Bank for International Settlements.



Fonte: IBM, Cost of a Data Breach Report 2024.

Nel 2024, la quota del numero di attacchi informatici nel settore finanziario è risultata in aumento rispetto al 2023, collocandosi al 16% del totale a giugno 2024. I settori più colpiti da attacchi informatici restano la sanità e la pubblica amministrazione.



Fonte: elaborazioni su dati University of Maryland.

Anche lo sviluppo dei mercati delle crypto-attività rappresenta un fenomeno che richiede una particolare attenzione ai fini di una efficace tutela degli investitori. Nel 2024, il valore di mercato delle criptovalute è aumentato di oltre il 100% (3,5 trilioni di dollari USA al 3 gennaio 2025). In particolare, il valore del bitcoin è più che raddoppiato (+120% nel prezzo di riferimento del bitcoin in dollari USA al 31 dicembre 2024). Nello stesso periodo, l'ammontare di fondi collocati nelle applicazioni di finanza decentralizzata

(DeFi) ha registrato un tasso di crescita superiore al 150%, passando, nell'anno, da 46 a 119 miliardi di dollari USA al 31 dicembre 2024 (Figg. 1.18 - 1.22 in Appendice). Nonostante le dimensioni relativamente modeste del settore delle criptovalute (con un valore di mercato pari al 2% circa della capitalizzazione dei mercati azionari globali), il crescente interesse degli investitori per questa tipologia di attività, assieme alla proliferazione di prodotti di investimento come gli ETF su bitcoin ed ether, potrebbe potenzialmente determinare un aumento delle interconnessioni con il sistema finanziario tradizionale (si veda la sezione 4 per maggiori dettagli), ponendo così rischi per la stabilità finanziaria soprattutto in considerazione della forte volatilità che caratterizza questa tipologia di asset. Infatti, nei primi nove mesi del 2024, i flussi di investimento negli ETF su bitcoin quotati al NYSE e al Nasdaq hanno raggiunto i 17,5 miliardi di dollari USA.

Mercati dei Capitali

Lo sviluppo dei mercati dei capitali in Europa è stato al centro di discussioni e iniziative normative della UE dal 2015 che hanno poi portato ai due piani d'azione, pubblicati nel 2015 e nel 2020. Tali piani hanno delineato un grande e ambizioso progetto denominato Capital Markets Union (CMU). La CMU ha un duplice obiettivo: da un lato, aumentare la diversificazione delle fonti di finanziamento nell'UE e, dall'altro, favorire l'integrazione tra i numerosi ed eterogenei mercati nazionali.

La necessità di sostenere un maggiore sviluppo dei mercati dei capitali in Europa appare evidente alla luce delle dimensioni del mercato azionario europeo rispetto a quello statunitense. A settembre 2024, il rapporto stimato tra la capitalizzazione del mercato azionario e il PIL era superiore al 200% negli Stati Uniti rispetto al 60% nell'area euro, che peraltro si caratterizza anche per un'estrema eterogeneità tra paesi. Con riferimento alle maggiori economie dell'area, la Francia presenta il rapporto più alto, superiore al 90%, seguita dall'Olanda con l'80% e da Spagna e Germania con valori inferiori al 50%. L'Italia, invece, mostra il rapporto più basso tra i principali paesi dell'area euro, pari al 38%.

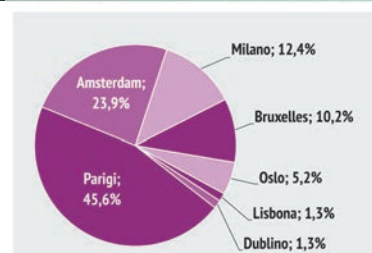
Oltre alle ridotte dimensioni, il mercato europeo dei capitali si caratterizza altresì per una notevole frammentazione tra le borse. Tra i maggiori mercati azionari per capitalizzazione, Euronext, la principale borsa valori europea, si colloca al quinto posto a livello globale, con una capitalizzazione di mercato di circa 5.400 miliardi di euro alla fine di novembre 2024. Tuttavia, i diversi mercati gestiti da Euronext, se considerati singolarmente, presentano dimensioni modeste rispetto ai maggiori attori su scala globale (con una capitalizzazione pari, in media, a circa 900 miliardi di euro).

capitalizzazione del mercato azionario sul PIL (settembre 2024)



Fonte: stime basate su dati Eurostat, FED, Bloomberg e Euronext.

mercati gestiti da Euronext



Fonte: Euronext.

*Liberare il pieno potenziale di crescita:
le sfide per il rilancio dei mercati dei capitali europei*

Nonostante le differenze di dimensione e struttura, sia l'Europa sia gli Stati Uniti registrano una contrazione del mercato azionario, evidenziata da un calo del numero di società quotate. La contrazione risulta particolarmente pronunciata nell'area euro, con oltre 800 società uscite dal mercato tra gennaio 2021 e ottobre 2024, a fronte di un calo di quasi 400 società uscite dal mercato nel medesimo periodo negli Stati Uniti.

Con riferimento alle società che si sono affacciate sui mercati azionari nel 2024, il barometro sulle IPO sviluppato da EY (EY, Global IPO trends Q4 2024) indica un calo del numero di nuove società entrate nei mercati nel corso dell'anno. Nel 2024 infatti, le offerte pubbliche iniziali (IPO) in tutto il mondo si sono attestate a 1.215, con un calo del 10% rispetto all'anno precedente. L'importo totale del capitale raccolto è stato di circa 121 miliardi di dollari USA, con una diminuzione del 4%. Il numero di IPO è aumentato negli Stati Uniti (183 IPO rispetto a 127 nel 2023) e diminuito in Europa (125 IPO rispetto a 148). In entrambe le regioni, il capitale raccolto durante le operazioni di IPO è aumentato di oltre il 40% rispetto all'anno precedente, attestandosi a 32,8 miliardi di dollari negli Stati Uniti e a 19,1 miliardi in Europa. Il capitale raccolto attraverso le IPO negli Stati Uniti risulta pertanto pari a 1,7 volte quello raccolto nelle borse europee. Riguardo al mercato italiano, il numero di ammissioni a quotazione o negoziazione di nuove società è stato pari a 23 nel 2024 (Riquadro 1).

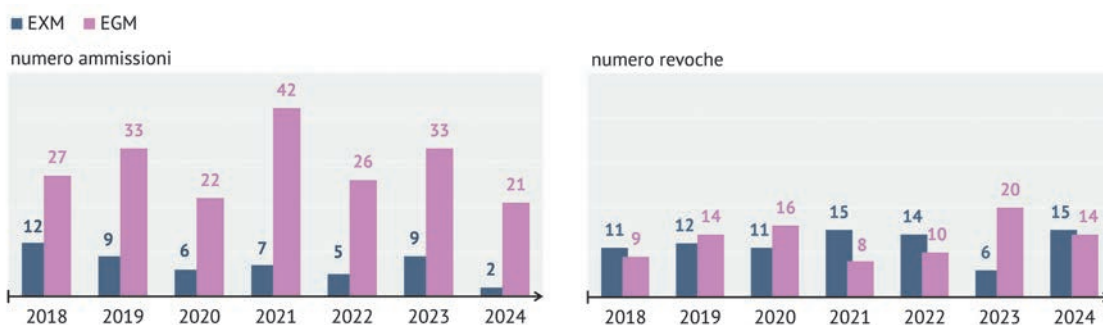
Per lo sviluppo dei mercati azionari un fattore cruciale è rappresentato dalla partecipazione degli investitori istituzionali. Al riguardo, le differenze tra il mercato statunitense e quello europeo sono degne di nota. A novembre 2024, la capitalizzazione di mercato delle prime 100 società statunitensi attribuibile a investitori istituzionali era pari al 74%, rispetto al 42% delle prime 100 società europee. Le società statunitensi si caratterizzano anche per dimensioni maggiori: a novembre 2024 la capitalizzazione di mercato media delle 100 principali società statunitensi quotate in borsa risultava infatti superiore a 380 miliardi di euro, contro poco più di 80 miliardi delle prime 100 società europee. L'ipotesi di una relazione positiva tra la presenza di investitori istituzionali nel capitale e le dimensioni societarie è confermata anche dai dati riferibili al mercato azionario italiano Euronext Milan (Riquadro 2).

1 | Mercato primario italiano

Nel 2024, le nuove ammissioni di società italiane su Borsa Italiana sono state 23, di cui solo due sul mercato principale Euronext Milan (EXM) e 21 sull'Euronext Growth Milan (EGM) dedicato alle società di minori dimensioni. Nello stesso periodo sono state revocate dal listino 29 società, 15 da EXM e 14 da EGM.

Dal 2018, il numero totale di nuove ammissioni su entrambi i mercati è stato pari a 254 (50 su EXM e 204 su EGM) a fronte di 175 revoche (84 su EXM e 91 su EGM). Nel complesso, quindi, il numero di società quotate o negoziate sul mercato italiano è aumentato, sebbene il saldo sia negativo per EXM (-34 società quotate) e positivo per EGM (+113 società negoziate).

Ammissioni e revoche di società italiane su Borsa Italiana dal 2018



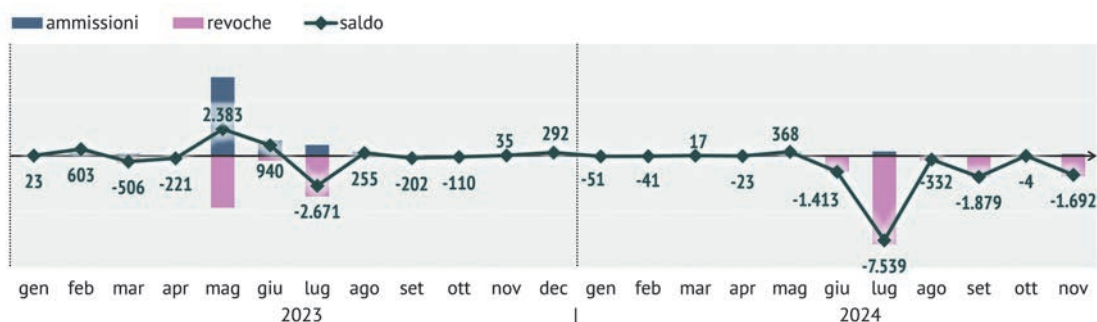
Fonte: CONSOB, Bollettino statistico Mercati, gennaio 2025.

L'elevato numero di nuove società negoziate sull'EGM è un segnale positivo, anche se insufficiente a compensare l'impatto, in termini di capitalizzazione, delle uscite dal mercato principale, dal momento che l'EGM rappresenta una quota molto contenuta (circa l'1%) della capitalizzazione totale del mercato azionario italiano (oltre 800 miliardi di euro).

Infatti, se si confronta la capitalizzazione totale dei nuovi titoli quotati o negoziati sul mercato italiano con la capitalizzazione di mercato dell'ultimo giorno di negoziazione dei titoli delistati, il saldo risulta negativo per circa 12 miliardi di euro dall'inizio del 2023.

Impatto stimato di ammissioni e revoche sulla capitalizzazione complessiva

(dati mensili; milioni di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Euronext. I dati sulle ammissioni si riferiscono alla capitalizzazione di mercato alla fine della prima giornata di negoziazione, mentre i dati sulle revoche si riferiscono alla capitalizzazione nell'ultima giornata di negoziazione.

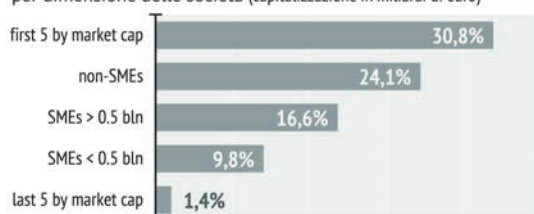
Investitori istituzionali nelle società quotate italiane

2

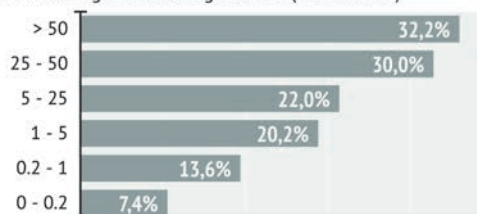
L'accesso limitato al capitale costituisce uno dei principali ostacoli alla crescita delle PMI. Nel finanziamento di tali imprese gli investitori istituzionali possono svolgere un ruolo chiave, poiché dotati di risorse consistenti e di orizzonti di investimento a lungo termine. Tuttavia, la loro presenza nel capitale delle PMI risulta limitata: a fine ottobre 2024, gli investitori istituzionali detenevano circa l'11,2% del capitale delle PMI quotate su EXM rispetto al 24,1% delle non PMI (le PMI quotate sono definite in base all'art. 1, comma 1, lett. w-*quater*.1) del Tuf). Se si considera la dimensione delle PMI, la percentuale è più alta per quelle con una capitalizzazione di mercato superiore a 500 milioni di euro (16,6%) rispetto a quelle di minori dimensioni (9,8%).

Quota della capitalizzazione di mercato detenuta dagli investitori istituzionali nelle società italiane quotate su EXM (dati al 18 ottobre 2024)

per dimensione delle società (capitalizzazione in miliardi di euro)



per volume giornaliero degli scambi (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB e FactSet. Il campione include 174 società italiane con azioni ordinarie quotate su EXM, di cui 110 qualificate come PMI quotate. Il dato non include 25 società per le quali non sono disponibili dati sulla presenza di investitori istituzionali (0,07% della capitalizzazione totale delle società italiane con azioni ordinarie quotate all'EXM). La capitalizzazione di mercato del campione è di 667 miliardi di euro.

La presenza di investitori istituzionali sembra essere positivamente associata alle dimensioni societarie (anche per il crescente peso dei fondi di investimento a gestione passiva a livello globale) sfiorando il 31% per le prime 5 società quotate per capitalizzazione di mercato, e scendendo all'1,4% per le 5 più piccole. La presenza di investitori istituzionali nelle società quotate su EXM è positivamente associata anche al valore medio giornaliero degli scambi (turnover). Nelle società con scambi medi giornalieri superiori a 50 milioni di euro, gli investitori istituzionali detengono mediamente il 32% del capitale, mentre per quelle con scambi inferiori a 200 mila euro la quota scende a poco più del 7%.

A titolo di confronto, un'analisi condotta sulle società francesi mostra che anche sul mercato francese sussiste la medesima relazione tra la quota detenuta dagli investitori istituzionali e la capitalizzazione di mercato delle società.

Quota della capitalizzazione di mercato detenuta dagli investitori istituzionali nelle società francesi quotate su Euronext Paris (dati al 18 ottobre 2024)

	fasce di capitalizzazione di mercato (miliardi di euro)			
	0 - 1	0 - 0.5	0.5 - 1	> 1
quota detenuta da istituzionali	11,8%	9,7%	18,9%	28,6%

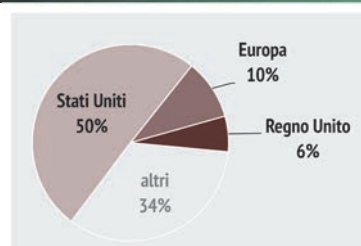
Fonte: elaborazioni su dati FactSet. Il campione di società francesi quotate su Euronext Paris incluso nell'analisi è stato determinato utilizzando una classificazione basata sulle dimensioni del mercato. I dati non includono 43 società (per una capitalizzazione di mercato di 2,68 miliardi di euro, al 18 ottobre 2024) su un totale di 333 società (per una capitalizzazione di mercato di 2.750 miliardi di euro).

Se si considerano le prime e le ultime 5 società francesi per capitalizzazione di mercato, la quota di investitori istituzionali risulta pari al 28,2% (a fronte del 30,8% in Italia), mentre per le ultime 5 società francesi è del 2,1% (1,4% in Italia).

Nel complesso, il livello di partecipazione ai mercati dei capitali europei da parte degli investitori istituzionali europei risulta piuttosto contenuto. L'analisi della composizione delle attività dei fondi comuni e pensionistici dell'area euro mostra come, nel periodo 2019-2024, l'investimento in strumenti azionari e obbligazionari emessi all'interno dell'area sia rimasto persistentemente inferiore all'investimento nelle medesime tipologie di strumenti emessi al di fuori dell'area. A giugno 2024, il rapporto tra azioni e obbligazioni emesse da soggetti residenti nell'area euro e il totale degli investimenti in tali strumenti era pari al 45% per i fondi comuni dell'area euro e al 16% per i fondi pensione.

Un'altra dinamica in atto nei mercati finanziari, accanto alla contrazione dei mercati dei capitali pubblici, è la progressiva espansione del settore del *private equity*, indotta da vari fattori tra cui la ricerca di rendimenti più elevati, le turbolenze che hanno interessato i mercati pubblici dei capitali nel corso delle varie crisi nonché la dinamica dei tassi d'interesse che si sono mantenuti a livelli storicamente molto contenuti per un lungo periodo. Tali fattori hanno pertanto contribuito alla crescita degli investimenti in fondi di *private equity*, con un ammontare di risorse gestite (*asset under management* o AuM) che nel 2023 hanno raggiunto il massimo storico. Alla fine del 2023, gli AuM dei fondi di *private equity* a livello mondiale risultavano infatti quasi 3 volte superiori al dato del 2017. In questo settore, le differenze tra il mercato statunitense e quello europeo risultano più marcate rispetto a quanto osservato per i mercati dei capitali pubblici, con gli AuM dei fondi di *private equity* statunitensi che rappresentano il 50% degli AuM globali, rispetto al 10% dell'UE e al 6% del Regno Unito (Fig. 7.10 in Appendice).

private equity
distribuzione dell'AuM 2023



Fonte: Statista Market Insights.

masse gestite da fondi di *private equity* a livello globale (miliardi di euro)

2017 **1.620** → 2023 **4.660**

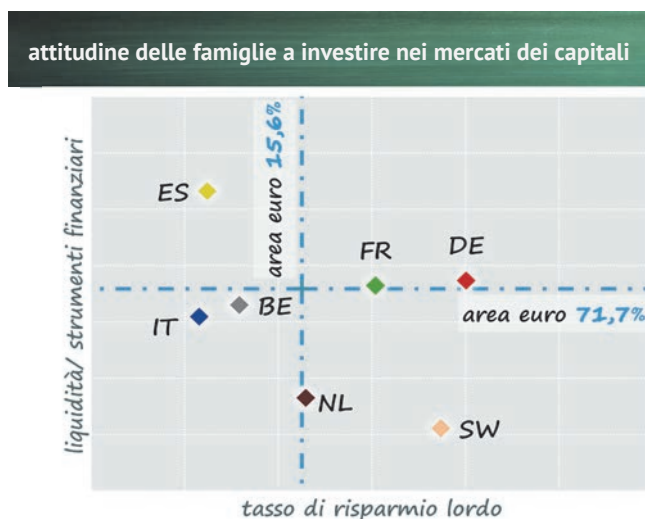
Fonte: Statista Market Insights.

Le differenze tra il mercato statunitense e quello europeo sono pronunciate anche per quanto riguarda gli investimenti di *private equity*. Secondo PitchBook, nei primi nove mesi del 2024, gli investimenti negli Stati Uniti hanno raggiunto i 650 miliardi di dollari USA, pari a 1,6 volte il dato europeo (413 miliardi). L'Italia ha rappresentato quasi il 15% del valore delle transazioni nella regione.

Nel settore del *venture capital* (VC), la differenza tra Europa e Stati Uniti è ancora più marcata, con investimenti 3 volte superiori negli USA rispetto all'Europa (131 miliardi di dollari negli Stati Uniti a fronte di 41 miliardi in Europa). In base ai dati AIFI, a giugno 2024 gli investimenti di VC in Italia hanno raggiunto i 4,5 miliardi di euro (Figg. 7.11 - 7.13 in Appendice).

Gli investimenti di *private equity* e di *venture capital* possono costituire un'importante fonte di finanziamento sia per le imprese mature sia per quelle maggiormente innovative. Il loro ruolo nel sistema finanziario può essere considerato complementare a quello dei mercati dei capitali pubblici. Tuttavia, questi ultimi costituiscono anche un pilastro portante del sistema di tutela degli investitori poiché forniscono alle famiglie opportunità di investimento più accessibili, trasparenti e liquide rispetto alle opzioni private. A questo proposito, un obiettivo chiave della CMU è quello di promuovere una maggiore partecipazione, diretta e indiretta, degli investitori *retail* ai mercati dei capitali, in linea con la Retail Investment Strategy della Commissione europea.

Il livello di partecipazione degli investitori *retail* al mercato dei capitali può essere dedotto dall'analisi delle attività finanziarie detenute dalle famiglie. Il rapporto tra strumenti del mercato dei capitali (azioni quotate e non quotate, quote di fondi comuni, titoli di debito, prodotti assicurativi e quote di fondi pensione) e il totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie può essere considerato un buon indicatore della partecipazione complessiva degli investitori *retail* ai mercati dei capitali. A titolo di confronto, a giugno 2024 questo rapporto risultava pari a circa il 70% negli USA, rispetto al 54% nell'area euro (57% in Italia). Nello stesso periodo, il rapporto tra liquidità (contanti e depositi) e strumenti del mercato dei capitali detenuti dalle famiglie era pari al 17% negli USA a fronte del 60% nell'area euro (48% in Italia). Affinché nell'area euro tale rapporto si allinei a quello rilevato negli USA, sarebbe necessario reindirizzare fino a 6.500 miliardi di euro di liquidità presente nel portafoglio delle famiglie europee verso investimenti in strumenti del mercato dei capitali.



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat a giugno 2024.

L'analisi combinata del tasso di risparmio lordo e del rapporto tra liquidità e strumenti del mercato può fornire ulteriori indicazioni sulla propensione delle famiglie a investire nei mercati dei capitali. Con riferimento ai principali paesi dell'area euro, la Spagna risulta nella posizione peggiore, con un tasso di risparmio più basso e una quota di liquidità più elevata rispetto alla media dell'Eurozona, mentre la Svezia risulta nella posizione migliore, con un tasso di risparmio elevato e una quota di liquidità più bassa. L'Italia (come il Belgio) mostra un tasso di risparmio e un'incidenza della liquidità inferiori alla media dell'area. La posizione italiana

potrebbe migliorare in primo luogo, favorendo un aumento del reddito disponibile, con impatti positivi sul tasso di risparmio, e in secondo luogo, incoraggiando l'investimento in strumenti del mercato dei capitali al fine di consentire un'allocazione delle risorse verso attività più redditizie.

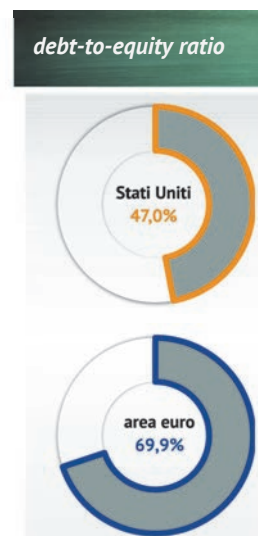
Sostenibilità del debito

A partire dall'inizio del 2022, i tassi di interesse sono aumentati in modo significativo e repentino in risposta alle pressioni inflazionistiche derivanti sia dalla ripresa economica post-pandemia sia al netto rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche a seguito dell'emergere di significativi rischi geopolitici. I tassi di interesse hanno raggiunto il punto più alto alla fine del 2023, per poi diminuire nel corso del 2024. Tuttavia, a dicembre 2024, il livello dei tassi di interesse nell'Eurozona risultava ancora superiore di oltre il 3% rispetto all'inizio del 2022 e le attese indicano una permanenza dei tassi a livelli più alti rispetto al decennio 2012-2021. Un tale contesto di tassi di interesse più elevati comporta rischi per la sostenibilità del debito e, più in generale, per la stabilità finanziaria, in particolare nei settori o nelle aree geografiche caratterizzati da un elevato livello di indebitamento. Infatti, condizioni finanziarie più rigide aumentano i costi del servizio del debito, che a loro volta determinano un aumento dei livelli di indebitamento futuri. In Europa, dove il finanziamento dipende in misura maggiore dal debito piuttosto che dal capitale, l'aumento dei tassi di interesse e il conseguente incremento del costo del debito rappresentano fattori cruciali.

L'ecosistema delle società non finanziarie (SNF) dell'UE è caratterizzato da una maggiore dipendenza dalle fonti di finanziamento di debito, in particolare dai tradizionali finanziamenti bancari. A giugno 2024, il rapporto debito/patrimonio netto (*debt-to-equity ratio*) delle SNF era pari al 47% per le imprese statunitensi, contro un più elevato - ma in calo nell'ultimo decennio - 70% rilevato per le imprese dell'area euro.

Tuttavia, un segnale rassicurante è dato dal calo dell'incidenza dell'indebitamento delle SNF sul PIL nei principali paesi dell'area dell'euro, con un rapporto sceso in media dal 108% nel 2022 al 102% nel secondo trimestre del 2024 (Fig. 1.15 in Appendice).

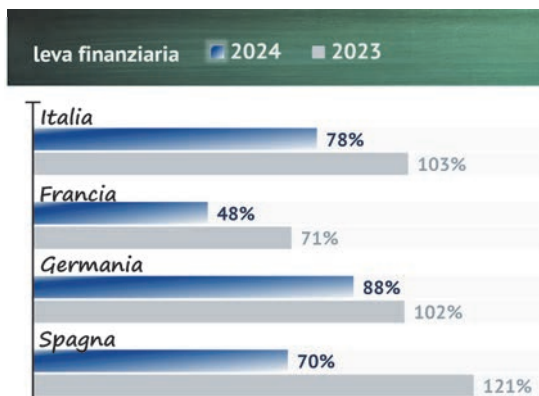
Inoltre, l'analisi della struttura finanziaria delle principali SNF quotate in borsa rivela che, in aggregato, la leva finanziaria (definita come rapporto tra debito totale e patrimonio netto) nel 2024 dovrebbe diminuire significativamente nella maggior parte dei paesi considerati. In particolare, le previsioni per le maggiori imprese quotate italiane e spagnole sono



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e Federal Reserve.

Debito e produttività in un contesto di tassi d'interesse più elevati: due facce della stessa medaglia

comprese nell'intervallo 70-80%, in calo dal 100% registrato nel 2023. Le grandi SNF francesi quotate in borsa presentano i livelli più bassi di leva finanziaria, sia nel 2023 sia nel 2024. Inoltre, l'*interest coverage ratio* delle grandi SNF quotate dell'area euro dovrebbe migliorare nel 2024.

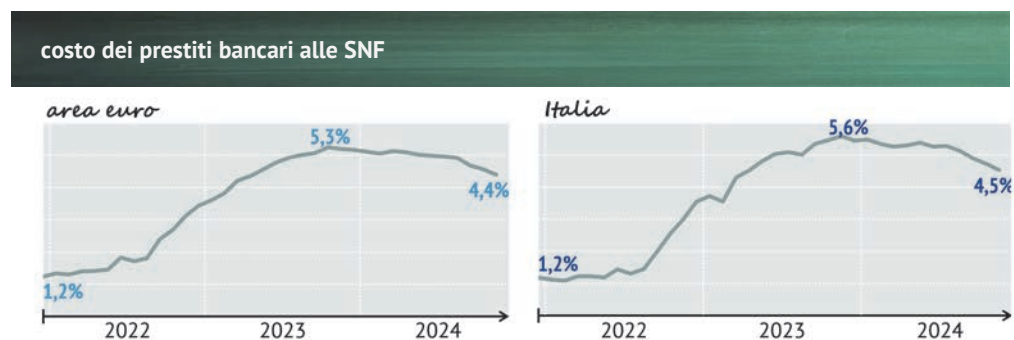


Fonte: elaborazioni su dati FactSet.

Tra le principali SNF quotate in Italia, il 35% delle società presenta un indice di leva finanziaria superiore alla media decennale, rispetto al 30% dei principali paesi europei. Inoltre, il 23% del campione italiano presenta sia un indebitamento netto in aumento sia un *interest coverage ratio* in diminuzione.

Una struttura finanziaria maggiormente dipendente dal debito piuttosto che dal capitale costituisce un elemento di attenzione nell'attuale contesto di tassi di interesse più elevati. Nell'area dell'euro, il costo dei prestiti per le SNF ha raggiunto il punto più alto nel 2023, superando il 5% per la prima volta dal 2008

per poi esibire un leggero calo nel 2024, attestandosi al 4,4% nel novembre dello stesso anno. Rispetto alla fine del 2021, l'attuale costo della raccolta bancaria è superiore del 3,2% rispetto al livello precedente. Per quanto riguarda l'Italia, il costo dei prestiti per le SNF è stato in linea con la media dell'area dell'euro, registrando un aumento del 3,4% nel periodo dicembre 2021-novembre 2024.



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

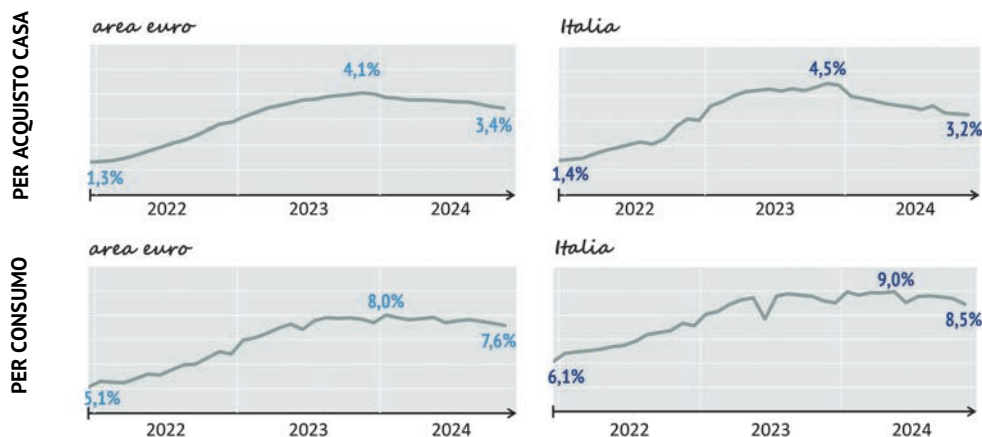
Inoltre, anche i rendimenti delle obbligazioni private emesse dalle SNF sono aumentati sensibilmente, con un incremento del 2,4% dalla fine del 2021 a novembre 2024.

In questo contesto, le SNF hanno emesso 700 miliardi di euro di strumenti di debito nel 2024, segnando un calo dell'9% rispetto al 2023 e un aumento del 17% in termini netti. Il debito emesso nel 2023 e nel 2024 dalle SNF avrà un impatto significativo sul costo del debito nel complesso alla luce del rendimento più elevato richiesto dagli investitori.

In questo contesto, una dinamica positiva degli utili può servire a mitigare le criticità connesse alla sostenibilità del debito. Per quanto riguarda le principali SNF europee quotate in borsa, dopo il significativo aumento dei ricavi registrato nel 2022 - principalmente grazie alla ripresa economica generale dopo la crisi connessa alla pandemia e, in alcuni settori specifici, all'aumento dei prezzi dell'energia - nel 2023 i ricavi hanno registrato un calo. Tale dinamica dovrebbe proseguire anche nel 2024 con impatti sulla redditività (Riquadro 3).

Passando invece alle famiglie, i livelli di indebitamento nell'area euro non sono particolarmente elevati, sebbene vi siano differenze significative tra i vari paesi. A giugno 2024, il rapporto tra l'indebitamento delle famiglie e il PIL nell'area euro risultava pari in media al 52%. Tra i principali paesi, l'Olanda mostrava il rapporto più elevato (95%), seguita dalla Francia (61%), mentre l'Italia esibiva il rapporto più basso (37%). Tuttavia, le famiglie italiane si caratterizzano anche per un reddito lordo disponibile che, in termini reali, è ben al di sotto della media dell'area euro e a livelli stabilmente inferiori rispetto al 2007. Al contempo, il tasso di risparmio, ossia la quota di reddito disponibile non destinata ai consumi, è progressivamente calato in Italia a partire dal 2008, rimanendo al di sotto della media dell'area euro dal 2010. Tali dinamiche, assieme all'aumento del costo dei prestiti osservato negli ultimi tre anni (in Italia +1,8% per l'acquisto di abitazioni e +2,4% per consumo a novembre 2024 rispetto a dicembre 2021), possono incidere sulla sostenibilità del debito in futuro.

costo dei prestiti bancari alle famiglie



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

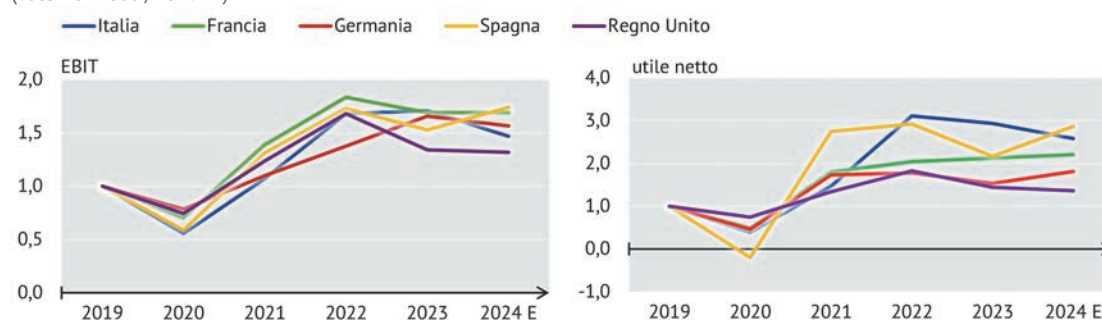
Redditività delle maggiori SNF quotate europee

3

L'andamento dei ricavi si riflette nei risultati, eterogenei tra paesi, in termini di EBIT e di utile netto, nel 2023 e nel 2024 (stime), che nell'ultimo anno risulterebbero in contrazione (anno su anno) per le grandi imprese italiane e in aumento per le grandi imprese spagnole.

Andamento di EBIT e utile netto delle maggiori SNF quotate europee

(valori annuali; 2019=1)



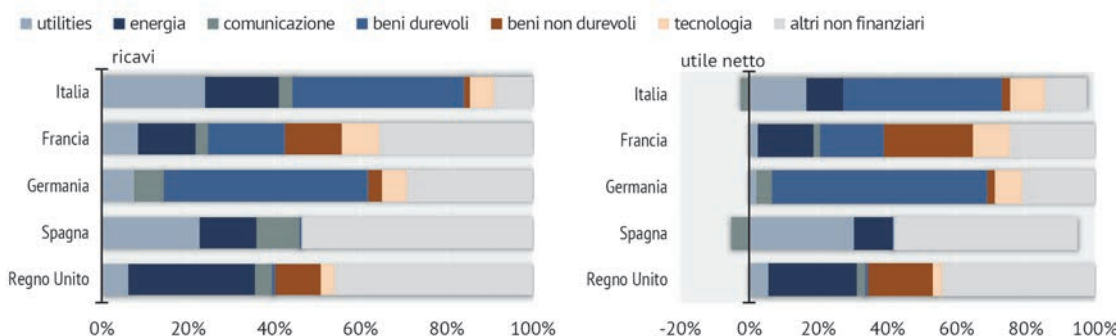
Fonte: elaborazioni su dati FactSet. I grafici rappresentano variazioni su base annuale dei dati aggregati del campione di società considerate. Si rimanda alla Fig. 4.1 dell'Appendice per dettagli sulle SNF incluse nel campione.

Per quanto riguarda gli indicatori di redditività, nonostante un calo significativo rispetto al 2022, il ROE e il ROA delle grandi SNF europee sono rimasti positivi, in aggregato, nel 2023 e le stime suggeriscono un lieve miglioramento nel 2024 (ad eccezione del campione italiano). In generale, la redditività delle grandi imprese è stata superiore a quella delle PMI quotate non finanziarie nel 2022 e nel 2023. Inoltre, dopo la pandemia, il ROE aggregato delle grandi SNF quotate in Europa è rimasto al di sopra del costo medio del capitale, con la sola eccezione delle grandi imprese tedesche e spagnole nel 2023.

Guardando alla ripartizione settoriale dei ricavi e del ROE, un contributo significativo ai dati complessivi del campione nel 2023 proviene dai settori delle utilities, dell'energia (ad eccezione della Germania) e dei beni durevoli. Quest'ultimo comprende le principali società quotate dell'industria automobilistica ed è particolarmente rilevante per Germania, Francia e Italia.

Ripartizione settoriale di ricavi e utile netto delle grandi SNF europee nel 2023

(valori percentuali)



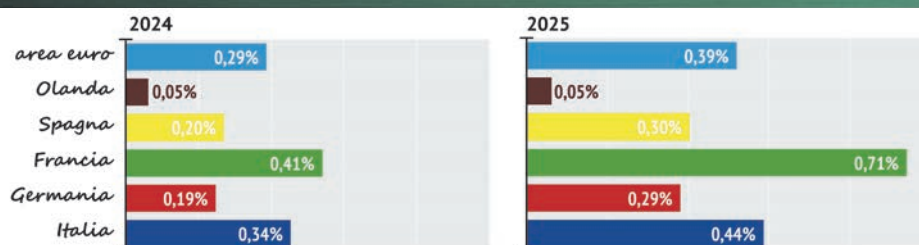
Fonte: elaborazioni su dati FactSet. I grafici rappresentano la ripartizione settoriale del campione dei dati in forma aggregata. Si rimanda alla Fig. 4.1 dell'Appendice per dettagli sulle SNF incluse nel campione.

Le dinamiche descritte, che interessano il debito del settore privato non finanziario (ossia famiglie e SNF), si riflettono sulla qualità degli attivi bancari. Per quanto riguarda le banche significative, i dati della BCE indicano che i crediti *non-performing* (NPL) degli istituti di credito nei principali paesi europei sono rimasti a livelli relativamente contenuti, con un'incidenza sul totale dei crediti (NPL *ratio*) tra il 2% e il 3% a giugno 2024. L'ultima *risk dashboard* dell'EBA evidenzia che tale incidenza mostra divergenze significative tra segmenti, essendo più elevata per i crediti alle SNF, in particolare alle PMI, rispetto a quelli alle famiglie. In questo contesto, le principali banche italiane presentano un livello di NPL in linea con quello osservato negli altri maggiori paesi europei. Tuttavia, le principali banche italiane hanno un'esposizione relativamente più elevata ai settori manifatturiero e delle costruzioni, particolarmente vulnerabili all'attuale debolezza del quadro economico, rispetto alle maggiori banche tedesche e francesi (Figg. 5.6 - 5.9 e 5.12 in Appendice).

La qualità degli attivi delle banche può essere influenzata anche dalla loro esposizione al debito sovrano, che a giugno 2024 è risultata essere più elevata rispetto alla fine del 2022. Con specifico riferimento alle banche italiane, l'esposizione al debito sovrano domestico rappresenta il 10% del totale degli attivi, rispetto a valori prossimi o inferiori al 7% per le maggiori banche degli altri principali paesi europei.

Tale circostanza costituisce un elemento di attenzione alla luce delle dinamiche di finanza pubblica. In Italia il rapporto debito pubblico/PIL, dopo aver toccato un picco nel 2020 del 154,9% dal 134,2% nel 2019, si collocherebbe al 136,6% nel 2024. Le più recenti stime della Commissione europea indicano un aumento dell'1,6% nel 2025 (0,5% nell'area dell'euro). Il calo osservato dal 2021 al 2024 è stato infatti determinato principalmente da una buona dinamica del PIL e dall'aumento dell'inflazione. Alla luce di proiezioni di crescita contenute, prospettive di inflazione ridotte (+2,1% nel 2025 per l'area dell'euro) e significative tensioni geopolitiche, l'incremento del rapporto debito pubblico/PIL in Italia costituisce un elemento di vulnerabilità.

spesa per interessi in % del PIL nei principali paesi dell'area euro
scostamenti dalla media 2019-2023



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Commissione europea.

Nel 2024, l'Italia ha emesso quasi 400 miliardi di euro di titoli di debito sovrano, pari al 14% dell'ammontare totale in circolazione. Nei prossimi due anni, oltre il 20% del debito totale dovrà essere rifinanziato. Anche se il costo medio ponderato del debito è leggermente diminuito al 2,5% nel 2024 (2,8% nel 2023),

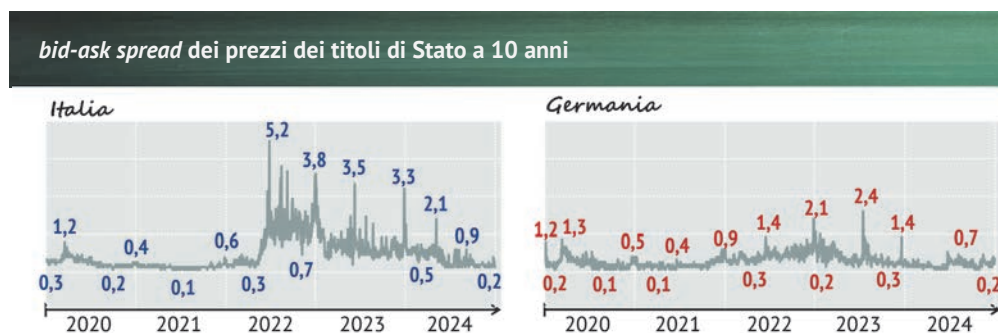
il rapporto tra spesa per interessi e PIL dovrebbe aumentare dello 0,29% nel 2024, rispetto alla media del periodo 2019-2023.

In questo contesto, la volatilità nei rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni è rimasta complessivamente bassa nel 2024, pur mostrando rialzi in specifici periodi connessi, ad esempio all'instabilità politica in Francia, alle elezioni europee di giugno e alle turbolenze del mercato azionario in agosto.



Fonte: elaborazioni su dati FactSet.

Inoltre, segnali confortanti si ricavano dall'analisi della liquidità, nonostante la riduzione dei reinvestimenti effettuati dalla BCE nell'ambito dei propri programmi di acquisto di attività. Con specifico riferimento l'Italia, nel 2024 l'indicatore di liquidità dei prezzi dei titoli di Stato a 10 anni presenta valori paragonabili a quelli dei titoli tedeschi, come indicato dalla dimensione e dalla dinamica del *bid-ask spread*.



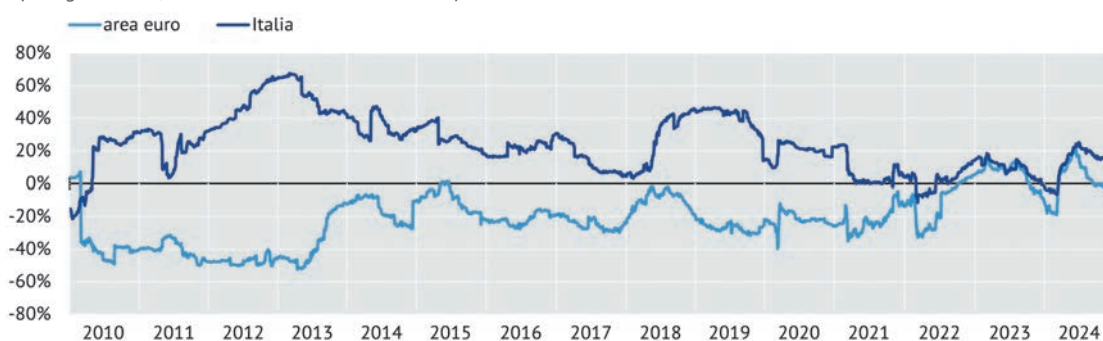
Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

Nel corso dell'anno, inoltre, i rendimenti dei titoli di Stato italiani mostrano uno *spread* in diminuzione rispetto ai titoli tedeschi (-60 punti base da un livello di circa 170 punti a dicembre 2023). I segnali positivi connessi al restringimento degli *spread* sono confermati anche dall'analisi della correlazione tra i rendimenti delle azioni e dei titoli di Stato che per i titoli italiani si è allineata a quella osservata per l'area euro. In Italia, infatti, si è registrata una correlazione positiva tra i rendimenti dei titoli azionari e quelli dei titoli di governativi a partire dal 2010, in particolare durante il periodo di turbolenza che ha interessato i mercati secondari degli strumenti di debito pubblico in seguito alla crisi del debito sovrano europeo. Tuttavia, questa correlazione positiva è diminuita dal 2021 e attualmente, sebbene ancora positiva, è sostanzialmente in linea con l'area euro (Riquadro 4).

4 | Correlazione tra azioni e titoli di Stato

Una correlazione negativa tra i rendimenti azionari e obbligazionari rappresenta un importante strumento di mitigazione del rischio, in quanto consente la diversificazione di un portafoglio nel contesto di una strategia di investimento a lungo termine. La correlazione tra i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi (utilizzati come *proxy* per l'area dell'euro) e i rendimenti dell'indice azionario EuroStoxx50 mostra valori fortemente negativi fino al periodo pre-covid (poiché la finestra mobile è di dodici mesi, l'effetto dello *shock* da offerta sperimentato dopo la pandemia può essere osservato con un certo ritardo). Nel medesimo periodo, la correlazione è sempre risultata positiva per l'Italia, verosimilmente perché i titoli di Stato italiani non erano considerati privi di rischio alla stregua di quelli tedeschi. La correlazione raggiunge infatti i livelli massimi durante la crisi del debito sovrano in Europa, segnalando un periodo in cui sono apparsi in calo sia i prezzi delle azioni sia i prezzi dei titoli di Stato. Il grafico evidenzia anche che, dopo la risposta comune alla crisi pandemica e il lancio del Next Generation EU, le due correlazioni hanno iniziato a muoversi insieme.

Correlazione tra i rendimenti di indici azionari e governativi
(dati giornalieri; correlazione mobile su 12 mesi)



Source: elaborazioni su dati FactSet. La correlazione tra azioni e obbligazioni è calcolata sui rendimenti giornalieri dei titoli azionari e obbligazionari in una finestra di dodici mesi. Per l'area euro i rendimenti obbligazionari si riferiscono al titolo di Stato tedesco a dieci anni, mentre i rendimenti azionari si riferiscono all'indice EuroStoxx50. Per l'Italia, i rendimenti obbligazionari si riferiscono al titolo di Stato decennale italiano, mentre i rendimenti azionari si riferiscono all'indice Ftse Mib.

La sostenibilità futura del debito è legata alla dinamica della produttività, che costituisce un elemento cruciale per sostenere strutturalmente la crescita del PIL, soprattutto in un contesto di dinamiche demografiche sfavorevoli che vedono un calo della popolazione in età lavorativa. Con specifico riferimento all'Italia, la produttività totale dei fattori è rimasta a livelli piuttosto contenuti rispetto a quelli registrati nel 2000, nonostante il lieve incremento registrato negli ultimi anni (Riquadro 5).

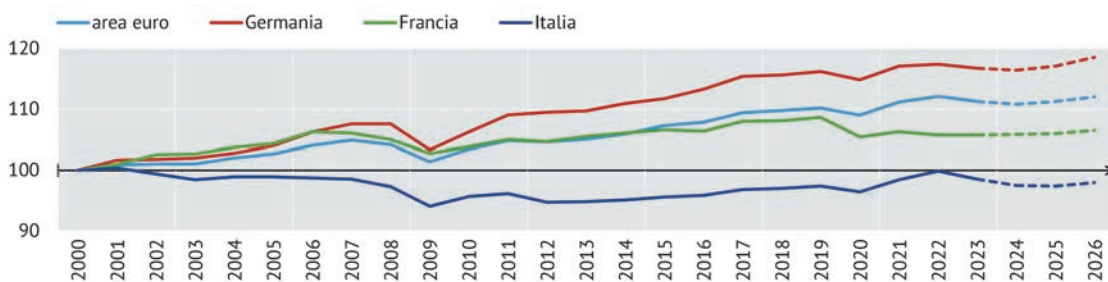
In prospettiva, sarà fondamentale porre in essere misure volte a favorire un incremento della produttività, anche nell'ottica di migliorare la sostenibilità del debito pubblico.

Produttività in Italia

5

Negli ultimi due anni, la produttività totale dei fattori (PTF) in Italia è rimasta stabile (+0,1%), mostrando un aumento nel 2022 (+1,4%) e una diminuzione nel 2023 (-1,3%). Tale dinamica è stata il risultato di una crescita della produttività del capitale (+1,1%) e di una riduzione della produttività del lavoro (-0,8%). Il confronto con l'area dell'euro mostra che, nel periodo 2022-2023, il lieve aumento della produttività italiana è in linea con la media europea. Dal confronto con i due maggiori paesi dell'area, emerge che Germania e Francia hanno registrato un calo della PTF, con una diminuzione pari a 0,3% in Germania e 0,5% in Francia. Ampliando l'orizzonte temporale dell'analisi, si osserva che nell'area euro e nei principali paesi europei la produttività è diminuita nel periodo interessato dalla crisi finanziaria del 2008, mentre è cresciuta negli altri periodi. Fa eccezione l'Italia, che ha registrato un calo della produttività anche nel periodo 2010-2014, caratterizzato dalla crisi del debito sovrano in Europa iniziata nel 2011, alla quale il nostro Paese è stato uno dei più esposti a causa dei noti squilibri di finanza pubblica.

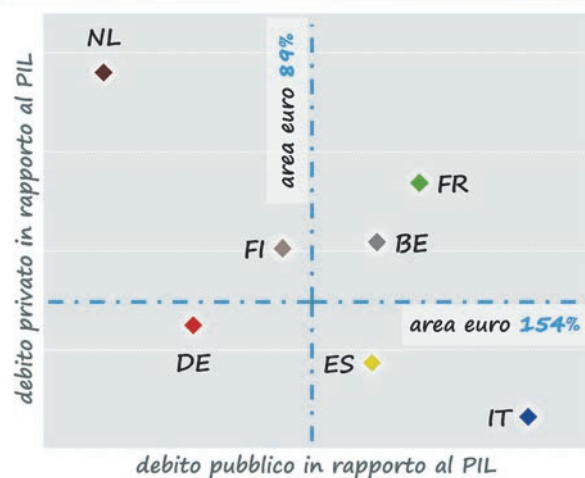
Andamento della produttività totale dei fattori nell'area euro e nei principali paesi
(dati annuali; 2000=100)



Fonte: elaborazioni su dati AMECO Commissione Europea. Le linee tratteggiate si riferiscono a proiezioni.

Tuttavia, come indicato in precedenza, nonostante l'elevato debito pubblico, l'Italia si caratterizza per un debito privato relativamente modesto rispetto alla media dell'area euro. Questo fattore contribuisce a mitigare le preoccupazioni sulla sostenibilità complessiva del debito.

debito privato e pubblico rispetto al PIL



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat a giugno 2024.

Andamento dei Mercati Azionari

mercati azionari nei maggiori paesi



Fonte: FactSet. Dati al 31 dicembre 2024.

Nel 2024, gli indici azionari dei principali paesi avanzati hanno mostrato una tendenza al rialzo, anche se con ritmi diversi nelle varie aree geografiche. Nell'ultimo anno, l'EuroStoxx50 e il Ftse100 hanno registrato, infatti, un incremento più contenuto, rispettivamente dell'8% e del 6%, rispetto a quello dell'indice S&P500 che ha registrato un aumento di circa il 23%.

Il divario nelle performance dello S&P500 e dell'EuroStoxx50 è connesso a fattori congiunturali e strutturali (si vedano le sezioni 1 e 2 e la Fig. 2.7 in Appendice). In particolare, sull'andamento del mercato azionario dell'area euro ha inciso la maggiore incertezza economica e attese di una crescita del PIL inferiore a quella degli Stati Uniti. Tali fattori hanno influenzato negativamente l'andamento dei corsi azionari nell'area nonostante l'orientamento di politica monetaria meno restrittivo assunto dalla BCE con la riduzione dei tassi di riferimento a partire da giugno.

Nell'area euro, l'andamento del mercato azionario è stato eterogeneo. Nel 2024, in Spagna l'Ibex35 e in Germania il Dax30 sono aumentati rispettivamente del 15% e del 19% circa, mentre in Francia l'indice Cac40 è diminuito del 2%. L'incremento del Ftse Mib (+13%) è risultato più elevato di quello dello EuroStoxx50 (+8%), grazie anche alla buona tenuta della dinamica di crescita del PIL in Italia (per maggiori dettagli si veda la sezione 1).

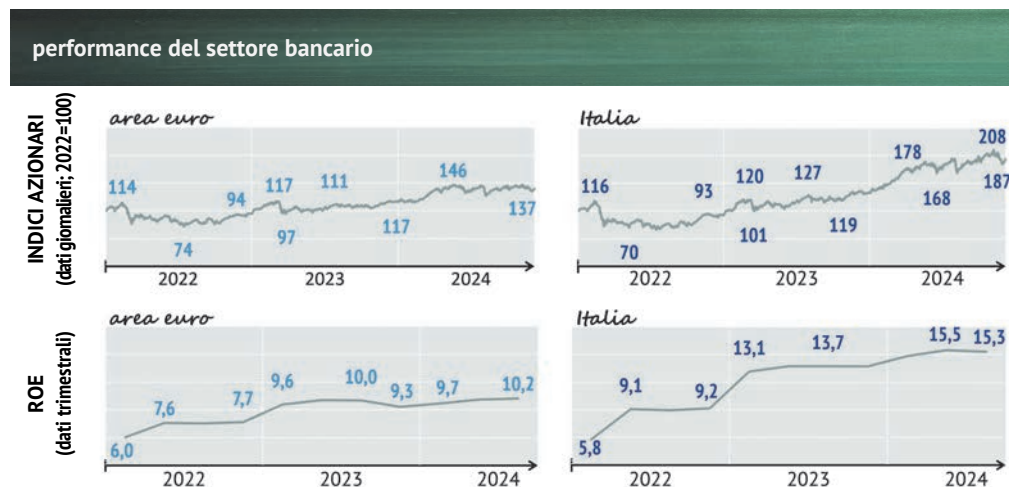
indici azionari nei maggiori paesi europei



Fonte: FactSet. Dati al 31 dicembre 2024.

Tendenze divergenti tra regioni e settori

La performance positiva del Ftse Mib è stata trainata dal settore bancario, con un incremento dell'indice del 53% circa, dal settore viaggi e tempo libero (+31%) e dal settore industriale (+23%). Nello stesso periodo, le quotazioni sono diminuite, invece, nei settori delle telecomunicazioni (-14%) e della tecnologia (-40%; Fig. 2.5 in Appendice). La buona performance del settore bancario è connessa anche a un miglioramento sia dell'adeguatezza patrimoniale sia della redditività, in un contesto di tassi di interesse più elevati rispetto al decennio 2012-2021 (Fig. 2.10 e Figg. 5.2-5.4 in Appendice).



Fonte: elaborazioni su dati FactSet, Refinitiv Datastream e BCE. I dati relativi agli indici azionari sono aggiornati al 31 dicembre 2024; i dati relativi al ROE sono aggiornati al terzo trimestre 2024.

I fondamentali delle banche italiane hanno mostrato, infatti, un significativo miglioramento a partire dal 2022. Più in dettaglio, a giugno 2024 la redditività delle banche ha raggiunto un massimo decennale, con un ROE trimestrale pari a +15,5%. Al contempo, si è registrato un notevole miglioramento dell'adeguatezza patrimoniale, come evidenziato dall'aumento del tier 1 ratio dal 16% all'inizio del 2022 a quasi il 18% a giugno 2024. Questo andamento favorevole è in gran parte riferibile all'impatto positivo dell'aumento dei tassi di interesse sui bilanci delle banche. In prospettiva, tuttavia, gli enti creditizi italiani potrebbero sperimentare una flessione del margine di interesse legata sia al calo dei tassi di riferimento sia all'aumento del costo del debito derivante dal

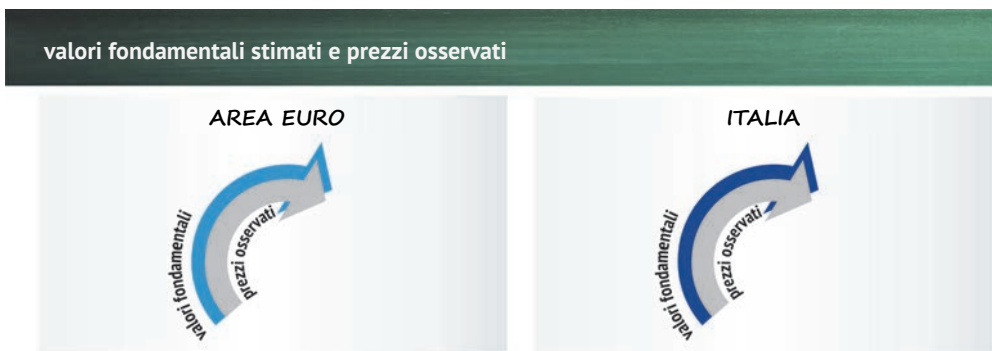
rifinanziamento di obbligazioni emesse in un periodo di tassi storicamente bassi. Tali dinamiche, assieme alle incertezze connesse alla crescita macroeconomica e al conseguente deterioramento della qualità del credito, potrebbero incidere negativamente sulla redditività futura delle banche.

Nel 2024, il mercato azionario italiano ha registrato una performance migliore dell'area euro con riferimento sia alle società di grandi dimensioni sia a quelle più piccole. L'indice Ftse small cap Italia è salito del 23% (un tasso superiore al 13% registrato per il Ftse Mib), mentre l'indice Ftse small cap Eurozona è sceso di quasi il 2% (si veda la Fig. 2.8 in Appendice). Anche in questo ambito si osserva una certa eterogeneità tra i paesi dell'area euro, con il Ftse small cap Francia e Germania diminuiti, rispettivamente, di quasi l'11% e il 14% e un aumento del Ftse small cap Spagna dell'8% circa.



Fonte: FactSet. Dati al 31 dicembre 2024.

In Italia, da un confronto tra valori impliciti stimati sulla base dei fondamentali e prezzi di mercato, non sembrano emergere criticità nonostante l'aumento dei corsi azionari.



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv Datastream.

Le tendenze dei mercati azionari descritte in precedenza sono state accompagnate da dati di bilancio piuttosto contrastanti per le grandi SNF quotate europee, sulla scia della debole crescita economica dell'UE. Nel biennio passato, la redditività delle maggiori SNF quotate è stata comunque superiore a quella delle società di minori dimensioni (sezione 4 in Appendice). Tale evidenza è in linea con le analisi proposte dalla Commissione europea sulla produttività delle PMI (Rapporto annuale sulle PMI europee 2023/2024, Riquadro 6).

Oltre a redditività ed efficienza, altri indicatori suscettibili di influenzare le valutazioni di mercato delle società quotate sono rappresentati da flussi di cassa e dividendi (Riquadro 7).

Produttività delle PMI europee

6

Il divario medio di redditività tra le grandi imprese e le PMI dell'UE è legato a differenze strutturali in termini di produttività. In generale, l'analisi della Commissione europea rileva una relazione positiva tra dimensioni e produttività. Inoltre, mentre in termini assoluti la produttività delle PMI dell'UE è cresciuta dal 2008 al 2024, in termini relativi risulta invece diminuita rispetto a quella delle grandi imprese. Se nel 2008 la produttività delle PMI dell'UE era pari a circa il 68% di quella delle grandi imprese, nel 2024 questa cifra si attesterebbe al 60% circa.

Un corollario fondamentale di queste evidenze è che, sebbene molte PMI europee rappresentino nicchie di eccellenza (come le PMI del Nord-Est italiano), la competizione a livello globale richiede una adeguata crescita dimensionale nonché intensi investimenti in innovazione tecnologica che consentirebbero di ottenere benefici in termini di efficienza e competitività.

Un ruolo chiave in questo senso può essere svolto dal mercato azionario e dal quadro normativo.

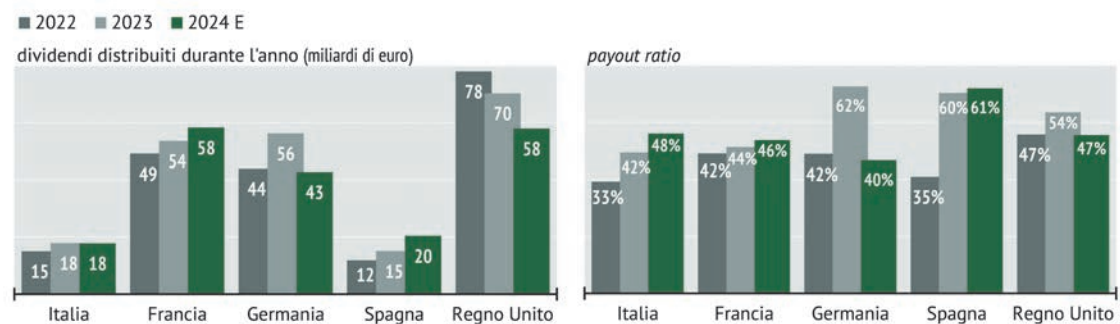
Dividendi delle maggiori SNF quotate europee

7

I dividendi distribuiti nel 2023 dalle grandi SNF quotate in borsa superano in aggregato quelli del 2022 nei principali paesi dell'UE considerati. Il livello aggregato dei dividendi dovrebbe aumentare leggermente anche nel 2024 per le grandi società francesi e spagnole e rimanere stabile per le società italiane.

Al contempo, il *payout ratio* aggregato è aumentato in tutti i maggiori paesi europei nel 2023, oscillando tra il 42% in Italia e il 62% in Germania. Si prevede che tale rapporto aumenti anche nel 2024 per le grandi imprese italiane, francesi e spagnole e che, coerentemente con le stime sui dividendi, diminuisca in Germania e nel Regno Unito.

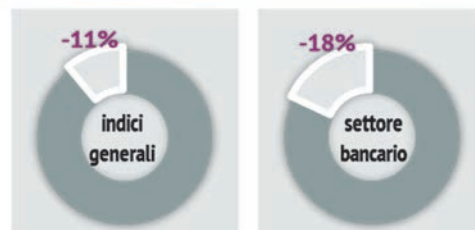
Dividendi e *payout ratio* delle maggiori società quotate europee non finanziarie
(dati annuali; miliardi di euro e punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati FactSet. Le cifre rappresentano i dati aggregati del campione. I dati si riferiscono ai dividendi in contanti distribuiti in un anno solare e il *payout ratio* è la percentuale di utile netto pagata come dividendo. Per maggiori dettagli sulle SNF incluse nel campione, si veda la nota alla Fig. 4.1 in Appendice.

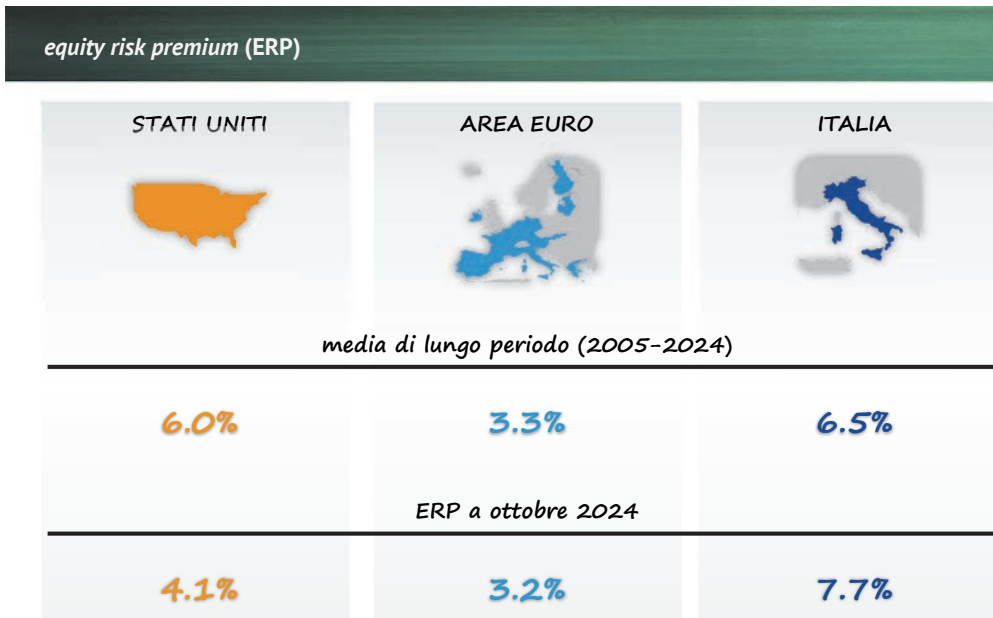
Nel 2024 la volatilità si è mantenuta su livelli contenuti, con brevi episodi di significativa turbolenza sui mercati. All'inizio di agosto, la pubblicazione di dati macroeconomici meno incoraggianti del previsto per l'economia statunitense e le decisioni di politica monetaria assunte dalla Banca del Giappone hanno provocato un rialzo della volatilità, significativo ma di brevissima durata, sui mercati azionari. Altri episodi di aumento della volatilità sono stati osservati a luglio, dopo le elezioni in Francia, e a novembre, dopo quelle negli Stati Uniti. Nel complesso, la volatilità si è attestata su un livello contenuto, con una conseguente riduzione dell'intensità dei fenomeni di contagio con riferimento sia agli indici generali sia a quelli del settore bancario (Fig. 2.17 in Appendice).

volatilità globale (indicatore di contagio)



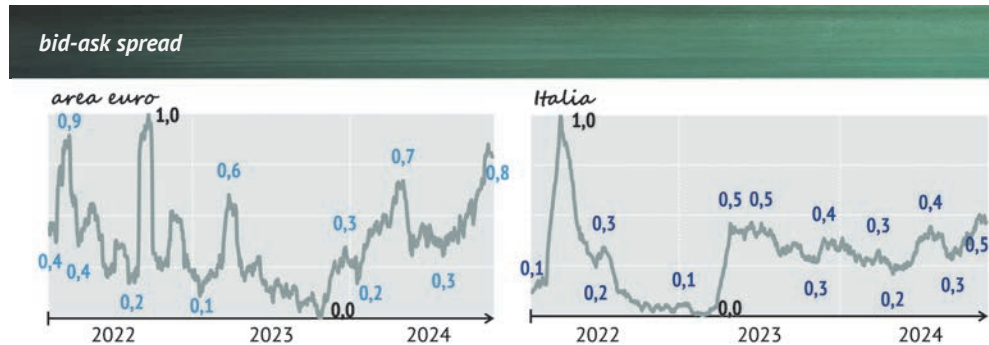
Fonte: elaborazioni su dati FactSet (variazioni annuali a novembre 2024).

Con specifico riferimento al mercato italiano, sebbene, come già evidenziato, il Ftse Mib abbia registrato una performance migliore dell'indice Eurostoxx50 nel 2024, il mercato italiano ha continuato a mostrare un livello di volatilità maggiore rispetto a quello dell'area euro (Fig. 2.9 in Appendice). Inoltre, il mercato azionario italiano si caratterizza per premi al rischio azionario (*equity risk premium* - ERP) tendenzialmente più elevati, rimanendo su valori al di sopra della media di lungo periodo nel corso del 2024 (Fig. 2.11 in Appendice).



Fonte: elaborazioni su dati FactSet.

Con riferimento alle condizioni di liquidità, nel 2024 il mercato azionario italiano ha registrato un andamento stabile, con volumi di scambio che hanno raggiunto nuovi massimi a febbraio. In particolare, il principale contributo alla liquidità complessiva del mercato è attribuibile al settore bancario, seguito dal settore energetico, in particolare dalle società di energia rinnovabile.



Fonte: elaborazioni su dati FactSet. Dati aggiornati al 25 novembre 2024.

Nel 2024, il grado di correlazione tra l'indice S&P500 e il bitcoin tende ad aumentare. Per quanto riguarda gli indici europei, la correlazione, pur essendo positiva, è più bassa rispetto al mercato azionario statunitense. Tale evidenza è presumibilmente associata alle aspettative di un contesto normativo più favorevole negli Stati Uniti rispetto a questo tipo di asset, anche come conseguenza dei risultati delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti (Riquadro 8).

Correlazione tra criptovalute e titoli azionari

8

La crescente interconnessione tra finanza tradizionale (TradFi) e finanza decentralizzata (DeFi), con particolare attenzione al ruolo degli investitori istituzionali nel mercato dei crypto-assets, è stata analizzata a fondo nella letteratura finanziaria e dalle organizzazioni internazionali (si veda ad esempio, OCSE 2022, Institutionalisation of crypto-assets and DeFi-TradFi interconnectedness). Tale interconnessione può derivare da una serie di fattori, primo fra tutti la crescente partecipazione degli investitori istituzionali a questo tipo di mercato.

Nel 2024 la correlazione tra il bitcoin e gli indici azionari è aumentata e sembra essere più pronunciata con riferimento allo S&P500 rispetto agli indici azionari europei.

Coefficiente di correlazione di Pearson tra bitcoin e indici azionari
(dati giornalieri al 31 dicembre 2024)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg. I dati si riferiscono al coefficiente di correlazione di Pearson tra le serie storiche dei rendimenti stimato utilizzando una finestra di 90 giorni e considerando i prezzi del bitcoin in dollari USA per la correlazione con l'indice S&P500 e in euro per la correlazione con gli indici europei.

Elenco delle figure in Appendice

Macroeconomic landscape

- [1.1 Real GDP growth forecasts in the main advanced countries](#)
- [1.2 Economic policy uncertainty indicators in the US and in Europe](#)
- [1.3 Geopolitical risk index](#)
- [1.4 PMI indices in the main euro area countries](#)
- [1.5 Confidence indicators in the main euro area countries](#)
- [1.6 International merchandise trade volume](#)
- [1.7 Alternative indicators of global trade activity](#)
- [1.8 Main Italian commercial partners](#)
- [1.9 Inflation rate in the euro area and in Italy](#)
- [1.10 Interest rates in the euro area](#)
- [1.11 Prices of selected commodities futures](#)
- [1.12 Net purchases of securities by the ECB](#)
- [1.13 Public debt and deficit to GDP ratio in the main euro area countries](#)
- [1.14 Trends in interest expenses in the main euro area countries](#)
- [1.15 Private debt to GDP ratio in the main euro area countries](#)
- [1.16 Number of cyber-attacks worldwide by country](#)
- [1.17 Number of cyber-attacks worldwide by industry targeted](#)
- [1.18 Market value of main cryptocurrencies and equity markets capitalisation](#)
- [1.19 Total value locked in DeFi protocols and distribution by blockchain](#)
- [1.20 Trends in prices of bitcoin and ether](#)
- [1.21 Number of crypto ATM installations worldwide](#)

Equity markets

- [2.1 Equity markets trends in the main advanced economies](#)
- [2.2 Equity markets trends in the main emerging countries](#)
- [2.3 Equity markets trends in the main euro area countries](#)
- [2.4 Small cap equity markets trends in the main advanced countries](#)
- [2.5 Equity markets trends in Italy by sector](#)
- [2.6 Markets managed by Euronext](#)
- [2.7 Equity market comparison between the US and the euro area](#)
- [2.8 Small cap equity market trends in the euro area and in Italy](#)
- [2.9 Equity market trends in the euro area and in Italy](#)
- [2.10 Equity market trends in the banking sector](#)
- [2.11 Equity risk premium in the US, Italy and the euro area](#)
- [2.12 Intraday volatility and trading volumes in the euro area and in Italy](#)
- [2.13 Bid-ask spread and Amihud indicator in the euro area and in Italy](#)

- [2.14 Equity market illiquidity indicator in the euro area and in Italy](#)
- [2.15 Price on earnings in the euro area and in Italy](#)
- [2.16 Fundamental values and observed prices in the euro area and in Italy](#)
- [2.17 Global volatility spillover index](#)

Bond markets

- [3.1 Sovereign bonds yields in the main advanced countries](#)
- [3.2 Bank and NFC bond yields in the main advanced countries](#)
- [3.3 Sovereign bond volatility and yield dispersion in the euro area](#)
- [3.4 Sovereign bond liquidity in the euro area](#)
- [3.5 NFC bond volatility and yield dispersion in selected countries](#)
- [3.6 Bank bond volatility and yield dispersion in selected countries](#)
- [3.7 Twelve-months rolling correlation between stock and government bond index](#)
- [3.8 Sovereign bond issues and public debt maturity structure in the main euro area countries](#)
- [3.9 Fixed-rate sovereign bond issues by yield category in the main euro area countries](#)
- [3.10 Italian sovereign bond auctions in 2023 and in 2024 and sovereign bond yield curve](#)
- [3.11 NFC bond issues in the main euro area countries](#)
- [3.12 MFI bond issues in the main euro area countries](#)
- [3.13 Gross issuance of ESG bonds in the euro area and in Italy](#)

Non-financial corporations

- [4.1 Changes in revenues and operating expenses of large European non-financial listed companies](#)
- [4.2 Trends in revenues and operating costs of large European non-financial listed companies](#)
- [4.3 Changes in operating and net income of large European non-financial listed companies](#)
- [4.4 Changes in profitability indicators of large European non-financial listed companies](#)
- [4.5 Trends in profitability indicators of large European non-financial listed companies](#)
- [4.6 Cash flows generated by large European non-financial listed companies](#)
- [4.7 Liabilities and assets composition of large European non-financial listed companies in 2023](#)
- [4.8 Total debt and equity breakdown by sector of large European non-financial listed companies in 2023](#)

- 4.9 Net debt and interest coverage ratio of large European non-financial listed companies

- 4.10 Debt breakdown and leverage of large European non-financial listed companies

- 4.11 Trends in net debt and leverage of large European non-financial listed companies

- 4.12 Debt-to-equity ratio in the US and in the euro area

- 4.13 Vulnerability of large European non-financial listed companies

- 4.14 Joint vulnerabilities of large European non-financial listed companies

- 4.15 Overall vulnerability of large European non-financial listed companies

- 4.16 Revenues and operating costs of European non-financial listed SMEs

- 4.17 EBIT and net income of European non-financial listed SMEs

- 4.18 ROE and ROA of European non-financial listed SMEs

- 4.19 Leverage and short-term debt incidence of European non-financial listed SMEs

- 4.20 Overall vulnerability of European non-financial listed SMEs

Banks

- 5.1 Profitability and capital adequacy of the major Italian banking groups

- 5.2 Profitability and efficiency of the major banks in the main euro area countries

- 5.3 Composition of ROE for the major banks in the main euro area countries

- 5.4 Capital adequacy and leverage of the major banks in the main euro area countries

- 5.5 Financial assets at fair value of the major banks in the main euro area countries

- 5.6 Sovereign bonds holdings of the major banks in the main euro area countries

- 5.7 Credit quality of major Italian banking groups

- 5.8 Credit quality of the major banks in the main euro area countries

- 5.9 NPLs of the major banks in the main euro area countries by type of counterparty

- 5.10 Banks' international claims in the main euro area countries

- 5.11 Annual growth rate of loans to non-financial corporations and households

- 5.12 Loans to non-financial corporations and households as percentage of total assets

- 5.13 Composition of loans to the private sector of the major banks in the main euro area countries

- 5.14 Trends in banks' funding in the euro area

Households

- 6.1 Household real gross disposable income and saving rate in the euro area and in Italy

- 6.2 Household indebtedness and net financial wealth in the euro area and in Italy

- 6.3 Household indebtedness and net financial wealth in the main euro area countries

- 6.4 Household cost of borrowing from banks in the euro area and in Italy

- 6.5 Household financial asset portfolio in the euro area and in Italy

- 6.6 Household financial asset portfolio in the main euro area countries

- 6.7 Liquidity trends in household portfolios in the euro area

- 6.8 Household financial market participation in the euro area

- 6.9 Household financial market participation and gross saving rate in the main European countries

Mutual funds

- 7.1 Trends in net assets and number of mutual funds in the US and in Europe

- 7.2 Trends in net sales of mutual funds in the US and in Europe

- 7.3 Net assets and net sales of mutual funds in the US and in Europe by type of fund

- 7.4 Net assets and net sales of mutual funds in the main European countries

- 7.5 Net assets and net sales of UCITs funds in the main European countries by type of fund

- 7.6 Net assets and net sales of AIFs funds in the main European countries by type of fund

- 7.7 Financial assets of mutual funds in the EU

- 7.8 Total financial assets of pensions funds in the main euro area countries

- 7.9 Investments in equity and bond instruments by euro area mutual and pension funds

- 7.10 Private equity assets under management in the US and in Europe

- 7.11 Private equity investments in the US and in Europe

- 7.12 Venture capital investments in the US and in Europe

- 7.13 Venture capital investments in Italy

