

12. LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2006 il risparmio finanziario delle famiglie (la differenza tra i flussi delle attività e delle passività finanziarie) è diminuito rispetto all'anno precedente, in connessione con la riduzione del risparmio complessivo e con gli ancora consistenti investimenti in nuove abitazioni. In rapporto al PIL il saldo è sceso al 4,4 per cento, un valore contenuto rispetto alla media dell'ultimo decennio (6,0 per cento).

Nel corso dell'anno, il prevalere di aspettative di rialzi dei tassi di interesse ha indotto le famiglie a concentrare gli investimenti finanziari su attività a più breve scadenza. L'indebitamento è cresciuto a un ritmo ancora elevato, ma più moderato dell'anno precedente, riflettendo la decelerazione dell'attività sul mercato immobiliare e l'aumento del costo del credito. Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) sono lievemente aumentati in rapporto al reddito disponibile, ma restano pari a circa la metà dell'analogo rapporto che si osserva in media nell'area dell'euro.

Nel complesso dell'anno il margine operativo lordo delle imprese non finanziarie è diminuito in rapporto al valore aggiunto, pur in presenza di una ripresa congiunturale, più accentuata nell'ultimo trimestre. Le risorse finanziarie generate internamente si sono ridotte, principalmente per effetto di maggiori oneri finanziari e imposte; in seguito alla ripresa del processo di accumulazione il fabbisogno finanziario è aumentato al 2,3 per cento del PIL ed è stato coperto principalmente con prestiti bancari. I debiti finanziari hanno raggiunto il 67 per cento del PIL; benché in aumento, sono contenuti nel confronto internazionale.

Nel corso dell'ultimo decennio nei principali paesi industriali è cresciuto il ricorso delle imprese non finanziarie al mercato dei capitali, anche per finanziare operazioni di fusione e acquisizione. L'Italia è tuttora in ritardo: nell'ultimo triennio, a fronte di una quota del PIL italiano su quello dell'area dell'euro di circa il 18 per cento, le società italiane rappresentavano solo l'8 per cento della raccolta di capitale di rischio sui mercati, il 10 per cento della raccolta obbligazionaria; rappresentavano inoltre solo il 4 per cento del controvalore delle operazioni di fusione e acquisizione.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

Nel 2006 il risparmio finanziario del settore delle famiglie (che comprende le famiglie consumatrici, le famiglie produttrici e le istituzioni sociali private) si è ridotto rispetto all'anno precedente, a 65 miliardi (tav. 12.1). Il calo si è associato alla contrazione del risparmio complessivo e alla dinamica dell'investimento in immobili, ancora

robusta benché in decelerazione rispetto al 2005 (cfr. il capitolo 7: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). In rapporto al PIL il risparmio finanziario è sceso al 4,4 per cento; al netto della perdita di potere d'acquisto determinata dall'inflazione sulla consistenza delle attività finanziarie nette, è risultato pari al 3,1 per cento del prodotto.

Tavola 12.1

Saldi finanziari (1) (milioni di euro e valori percentuali)				
SETTORI	2003	2004	2005	2006
Famiglie	68.615	82.736	74.743	64.863
di cui: con l'estero	4.578	1.325	42.140	32.601
Società non finanziarie	-26.310	-11.907	-25.577	-34.155
di cui: con l'estero	24.119	13.622	54.242	30.728
Amministrazioni pubbliche	-45.957	-49.319	-61.766	-68.173
di cui: con l'estero	-64.995	-19.271	-91.579	-37.062
Istituzioni finanziarie monetarie	33.184	19.512	11.398	-17.244
di cui: con l'estero	-25.889	27.566	-48.209	-73.243
Altri intermediari finanziari (2)	-35.826	-29.262	17.222	14.704
di cui: con l'estero	22.767	-44.638	5.776	-16.244
Imprese di assicurazione (3)	-17.672	-15.710	-26.853	2.091
di cui: con l'estero	15.455	17.446	26.798	25.306
Resto del mondo	23.965	3.950	10.831	37.914
In percentuale del PIL				
Famiglie	5,1	5,9	5,3	4,4
Società non finanziarie	-2,0	-0,9	-1,8	-2,3
Amministrazioni pubbliche	-3,4	-3,5	-4,3	-4,6
Società finanziarie (4)	-1,5	-1,8	0,1	0,0
Resto del mondo	1,8	0,3	0,8	2,6
In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (5)				
Famiglie	3,0	3,6	2,9	3,1
Società non finanziarie	-1,0	0,3	-0,5	-1,6
Amministrazioni pubbliche	-1,6	-1,6	-2,2	-3,4

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) Sono inclusi gli ausiliari finanziari. – (3) 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 euro, aventi valore monetario fisso alla scadenza.

Nel 2005 il risparmio finanziario delle famiglie dei principali paesi dell'area dell'euro si era attestato in media attorno al 4 per cento del PIL, un valore di circa un punto inferiore a quello registrato per le famiglie italiane. Nei paesi anglosassoni, dove è elevato il ricorso al debito da parte delle famiglie, il risparmio finanziario era stato negativo.

Alla fine del 2006 la ricchezza finanziaria netta delle famiglie italiane era pari a 2,7 volte il reddito disponibile, come nel 2005. Questo valore è elevato rispetto a quello medio dell'area dell'euro (stimato in circa 2 volte il reddito disponibile nel 2005), riflettendo anche il più basso livello del debito nel nostro paese.

Le attività finanziarie. – Rispetto al 2005, la consistenza delle attività finanziarie delle famiglie italiane è cresciuta del 4 per cento. L'aumento è per circa un quarto riconducibile alla rivalutazione della componente azionaria e per i restanti tre quarti a nuovi investimenti.

Nel 2006, il prevalere di aspettative di rialzi dei tassi di interesse (cfr. il capitolo 6: *La politica monetaria comune*) ha spinto le famiglie ad acquistare prevalentemente strumenti finanziari a breve termine. Il circolante e i depositi, in particolare, sono aumentati in misura consistente (70 miliardi); gli acquisti netti di obbligazioni, che erano stati negativi l'anno precedente, sono stati pari a 35 miliardi (tav. 12.2). Le famiglie hanno invece ceduto quote di fondi comuni per importi rilevanti (27 miliardi), mentre l'investimento netto in azioni e partecipazioni è risultato esiguo.

Tavola 12.2

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e composizione percentuale)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2006	Composizione percentuale		2005	2006
		dic. 2005	dic. 2006		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi a vista	583.824	17,0	17,2	37.007	31.273
di cui: <i>depositi</i>	499.811	14,7	14,8	27.648	23.357
Altri depositi	346.571	9,8	10,2	10.504	26.972
<i>bancari</i> (2)	241.603	2,5	7,1	-2.923	20.008
<i>postali</i> (2)	104.968	7,3	3,1	13.427	6.964
Titoli a breve termine	13.065	0,1	0,4	-15.219	11.802
Titoli a medio e a lungo termine	532.654	16,5	15,7	-25.115	12.805
di cui: <i>pubblici</i>	152.109	5,4	4,5	-31.555	-9.582
<i>di impresa</i>	50.891	1,4	1,5	9.653	6.025
<i>bancari</i>	329.654	9,7	9,7	-3.212	16.362
Quote di fondi comuni	224.801	8,3	6,6	-7.065	-36.869
Azioni e partecipazioni	730.722	21,4	21,6	27.617	5.119
Attività sull'estero	322.504	8,6	9,5	42.140	32.601
di cui: <i>depositi</i>	14.373	0,1	0,4	794	11.404
<i>titoli a breve termine</i>	1.150	0,0	0,0	294	463
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	125.369	3,7	3,7	27.909	9.736
<i>azioni e partecipazioni</i>	100.254	2,8	3,0	-654	1.226
<i>quote di fondi comuni</i>	81.358	2,0	2,4	13.797	9.772
Riserve per premi di assicurazione (3)	611.202	17,8	18,1	56.501	33.559
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	373.363	10,9	11,0	41.736	20.832
Altre attività (4)	20.668	0,5	0,6	4.203	3.070
Totale attività	3.386.011	100,0	100,0	130.573	120.332
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (5)	53.969	9,8	9,1	-32	796
di cui: <i>bancari</i>	51.810	9,5	8,7	-245	506
Debiti a medio e a lungo termine (6)	425.649	69,9	71,5	52.693	48.964
di cui: <i>bancari</i>	378.943	62,9	63,6	46.054	40.071
Altre passività finanziarie (7)	115.962	20,3	19,5	3.170	5.711
Totale passività	595.580	100,0	100,0	55.831	55.471
SALDO	2.790.431			74.742	64.861

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. 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) I dati risentono del cambiamento di settorizzazione, a partire dal settembre 2006, della Cassa depositi e prestiti da "Altri intermediari finanziari" a "Altre istituzioni finanziarie monetarie: altri intermediari". – (3) La voce è costituita da: riserve tecniche assicurative dei rami vita e danni, fondi pensione e TFR. – (4) La voce è costituita da: crediti commerciali e altre partite minori. – (5) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (6) Includono anche i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. – (7) La voce è costituita da: fondi di quiescenza e altre partite minori.

Calcolata sulle consistenze in essere, la composizione del portafoglio finanziario è rimasta pressoché invariata: la rivalutazione della componente azionaria ha compensato il flusso di nuovi investimenti in altre attività. Alla fine dell'anno il 28 per cento delle attività finanziarie era costituito da liquidità (circolante e depositi), il 20 da titoli obbligazionari, il 34 da quote di fondi comuni, azioni e partecipazioni e il 18 da prodotti assicurativi. Rispetto ai principali paesi dell'area dell'euro, le famiglie italiane detengono una quota analoga di circolante e strumenti a reddito fisso (depositi e obbligazioni) e una

Tavola 12.3

Composizione delle attività finanziarie delle famiglie (1) (consistenze 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: <i>debiti finanziari</i>	
Quote percentuali sul totale				In rapporto al reddito disponibile			
Francia							
1995	41,5	5,9	24,3	28,3	2,06	0,61	0,53
2000	33,3	2,9	29,7	34,1	2,67	0,72	0,56
2005	31,8	1,4	28,0	38,8	2,75	0,84	0,66
Germania							
1995	42,4	11,8	18,2	27,6	2,01	0,87	0,86
2000	34,3	9,0	27,3	29,4	2,55	1,07	1,06
2005	35,0	9,7	23,7	31,6	2,73	1,01	1,00
Italia							
1995	41,9	27,4	19,5	11,3	2,35	0,30	0,25
2000	25,0	17,8	44,6	12,6	3,36	0,42	0,32
2005	26,9	20,4	34,4	18,3	3,26	0,54	0,43
Spagna							
1996	46,7	3,3	34,1	15,8	2,10	0,60	0,46
2000	39,7	2,5	40,3	17,4	2,49	0,81	0,69
2005	38,2	2,8	41,0	17,9	2,63	1,20	1,12
Area dell'euro							
1995	40,9	13,5	21,1	24,5	2,26	0,67	0,62
2000	31,0	9,4	32,7	26,9	2,90	0,83	0,76
2004	33,1	10,2	26,5	30,2	2,76	0,88	0,81
Regno Unito							
1995	23,7	2,1	19,8	54,3	3,94	1,06	0,96
2000	20,3	1,5	23,1	55,1	4,86	1,14	1,05
2005	25,7	1,3	17,1	55,8	4,46	1,59	1,48
Stati Uniti (4)							
1995	13,3	10,1	44,8	31,8	3,97	0,93	0,89
2000	10,1	6,9	50,7	32,3	4,61	1,02	0,98
2005	12,8	6,7	46,6	33,9	4,26	1,32	1,28

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; Central Statistical Office, *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, BCE per l'area dell'euro.
(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Comprendono anche le partecipazioni. – (3) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e altre partite minori. – (4) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro.

percentuale maggiore di quote di fondi comuni, di azioni e di partecipazioni, il cui valore di mercato è parzialmente stimato trattandosi in larga parte di titoli non negoziabili (tav. 12.3). È invece molto più contenuto il peso degli investimenti in fondi pensione e prodotti assicurativi: il divario rispetto alla Francia, alla Germania e ai paesi anglosassoni si è solo lievemente ridotto nel corso dell'ultimo decennio.

Il risparmio previdenziale. – Sulla base della più recente Indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane (che si riferisce al 2004), circa l'11 per cento dei capifamiglia occupati deteneva quote di un fondo pensione o di un'assicurazione sulla vita che garantiva una pensione integrativa, un vitalizio o un capitale. Le famiglie che investivano negli strumenti della previdenza complementare erano più ricche della media, disponevano di maggiori attività finanziarie liquide e avevano livelli di istruzione più elevati.

I dati dell'Indagine permettono di analizzare gli effetti dei processi di riforma del sistema previdenziale sulle scelte di risparmio delle famiglie. Analisi econometriche di questi dati mostrano che gli interventi legislativi in materia di previdenza, che a metà degli anni novanta hanno ridotto le prestazioni pubbliche e definito le norme e gli strumenti della previdenza complementare, hanno avuto effetti limitati sul risparmio delle famiglie e sulla riallocazione della ricchezza accumulata dagli strumenti tradizionali verso i fondi pensione.

L'analisi suggerisce che le generazioni e le categorie di lavoratori più colpite dalle riforme pensionistiche (i giovani, i dipendenti pubblici e i lavoratori autonomi) non sfruttano appieno i vantaggi fiscali derivanti dalla possibilità di investire nella previdenza complementare, anche per effetto dell'esistenza di vincoli di liquidità. A parità di altre condizioni socioeconomiche, tra i lavoratori giovani si registrano tassi di investimento in fondi pensione inferiori a quelli degli anziani. Tra i dipendenti pubblici si osservano tassi di investimento inferiori a quelli registrati nel settore privato. I lavoratori autonomi investono invece più degli altri, ma il differenziale si è progressivamente ridotto.

Nel complesso si conferma l'importanza dell'impegno pubblico volto a fornire ai lavoratori informazioni adeguate sulla loro condizione previdenziale e sugli strumenti a loro disposizione. Dall'analisi emerge che chi investe in azioni, obbligazioni o fondi comuni e ha almeno il diploma d'istruzione superiore (un'approssimazione dell'alfabetizzazione finanziaria, cioè della conoscenza dei principi e degli strumenti di base per effettuare scelte finanziarie consapevoli) ha una maggiore propensione a investire in fondi pensione; la differenza è maggiore proprio tra i lavoratori più colpiti dalle riforme, in particolare i giovani e i lavoratori autonomi.

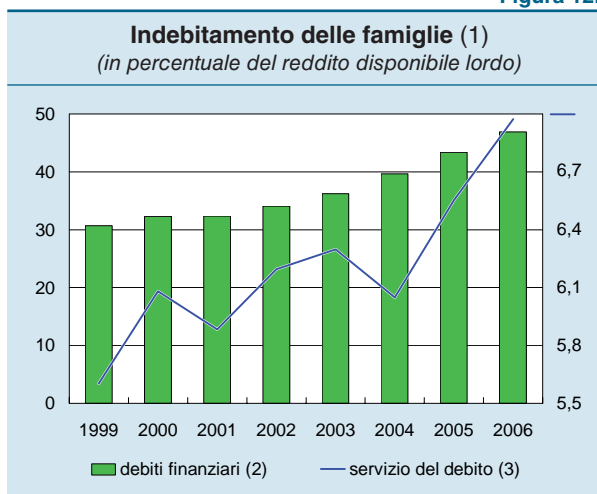
Le passività finanziarie. – Nel 2006 l'espansione dei debiti finanziari delle famiglie si è mantenuta elevata (50 miliardi; tav. 12.2); in rapporto al reddito disponibile il debito è aumentato di quattro punti percentuali, al 47 per cento alla fine dell'anno.

Nel confronto internazionale le famiglie italiane restano in media poco indebitate: nell'ultimo anno per cui sono disponibili dati confrontabili (il 2005), il debito era pari al 43 per cento del reddito disponibile nel nostro paese, contro il 66 per cento in Francia, il 100 in Germania, il 128 negli Stati Uniti e il 148 nel Regno Unito (tav. 12.3).

L'aumento delle passività nel 2006 è in gran parte ascrivibile al ricorso ancora sostenuto ai mutui bancari per l'acquisto di abitazioni; questo ha rallentato, soprattutto per effetto della decelerazione delle compravendite sul mercato immobiliare (cfr. il capitolo 14: *Gli intermediari creditizi*).

Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione delle rate di capitale) sono aumentati di quattro decimi di punto in percentuale del reddito disponibile, portandosi al 7,0 per cento (fig. 12.1), un valore contenuto nel confronto internazionale. L'incremento è imputabile per la maggior parte alla quota degli interessi, che ha risentito dell'aumento dei tassi registrato nel corso dell'anno.

Figura 12.1



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Il reddito disponibile lordo per il 2006 è una stima della Banca d'Italia. – (2) Scala di sinistra. Consistenze di fine periodo. – (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici. Il servizio del debito, che include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale, è una stima della Banca d'Italia.

Il finanziamento e le attività finanziarie delle imprese

Redditività e autofinanziamento. – La ripresa congiunturale del 2006 si è riflessa in un miglioramento della redditività delle imprese solo a partire dall'ultimo trimestre. Nell'intero anno, il margine operativo lordo in rapporto al valore aggiunto è diminuito di un punto percentuale rispetto al 2005, al 35 per cento, un valore modesto anche nel confronto con l'ultimo quinquennio, un periodo di debolezza dell'attività economica. Riflettendo in pari misura l'aumento dei tassi d'interesse e quello del debito, gli oneri finanziari netti sono saliti al 4,9 per cento del valore aggiunto (4,5 nel 2005; fig. 12.3). Il fabbisogno finanziario è aumentato a 34 miliardi, da 26 nel 2005 (tav. 12.4), anche in connessione con la ripresa del processo di accumulazione (fig. 12.2; cfr. il capitolo 7: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Il grado di copertura degli investimenti con risorse interne si è ridotto di dieci punti percentuali, al 42 per cento.

I risultati dell'indagine condotta dalla Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi con 50 addetti e oltre confermano che nel 2006, in un contesto di sensibile espansione dei volumi di vendita, il grado di copertura degli investimenti con l'autofinanziamento si è ridotto rispetto all'anno precedente. Nei comparti della meccanica, dei trasporti e delle comunicazioni il calo ha riflesso soprattutto la sostenuta dinamica degli investimenti; per le imprese della chimica e delle produzioni plastiche esso ha risentito anche di una flessione dell'autofinanziamento.

L'indebitamento e le condizioni finanziarie delle imprese. – I debiti finanziari delle imprese sono aumentati in misura rilevante, di 87 miliardi (70 nel 2005). In rapporto al PIL la loro consistenza è cresciuta al 67 per cento. Il leverage, calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, è invece rimasto invariato al 40 per cento, per effetto dell'aumento delle quotazioni di bor-

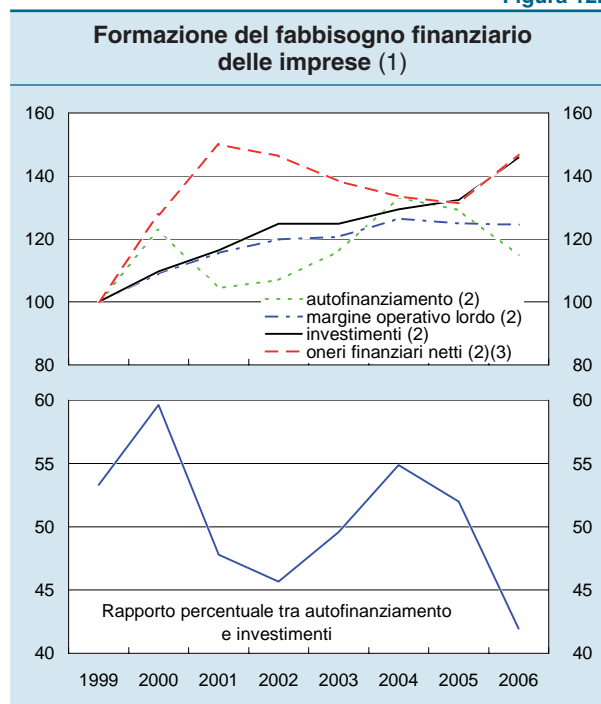
sa sulla valutazione del patrimonio (fig. 12.3). La crescita del debito ha interessato tutte le componenti (prestiti e titoli, debiti a breve e a lungo termine); i prestiti bancari a breve scadenza, in particolare, hanno registrato una forte accelerazione, riflettendo l'accresciuta domanda di capitale circolante indotta dalla ripresa dell'attività economica (cfr. il capitolo 14: *Gli intermediari creditizi*).

Per le grandi imprese emerge un andamento della situazione finanziaria più favorevole rispetto alla media. Sulla base dei bilanci consolidati dei principali gruppi industriali quotati in borsa, nel 2006 la redditività è rimasta elevata e il grado di indebitamento ha continuato a ridursi; il leverage di queste società resta tuttavia più elevato, a parità di settore e dimensione, di quello delle imprese quotate negli altri paesi dell'area.

Nel complesso le condizioni finanziarie delle imprese restano equilibrate. Informazioni sui bilanci individuali sono disponibili nella Centrale dei bilanci fino al 2005; esse indicano che l'indebitamento in quell'anno era più elevato per le imprese di costruzioni e per quelle del terziario; era invece più basso per le imprese manifatturiere specializzate e operanti nei settori ad alta tecnologia. Il grado di copertura degli oneri finanziari con risorse generate all'interno delle imprese era maggiore per le società di medie dimensioni; era particolarmente esiguo per le imprese di costruzioni.

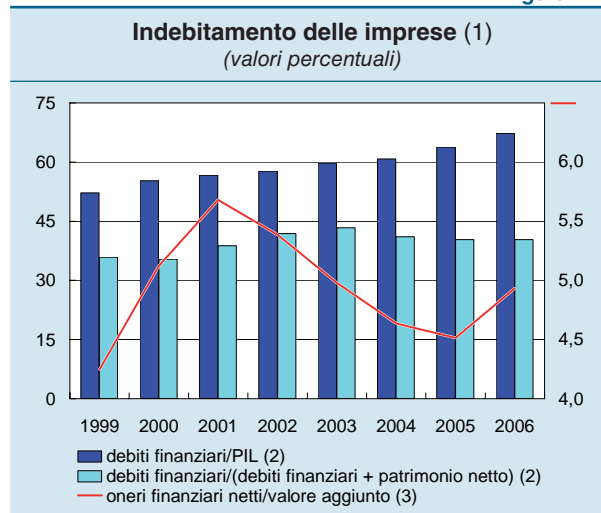
Indicazioni più accurate sulle condizioni finanziarie complessive delle imprese si ricavano dall'analisi della distribuzione congiunta di un gruppo di indicatori di bilancio (il leverage, il rapporto tra debiti finanziari e fatturato, il rapporto tra autofinanziamento e oneri finanziari e quello tra attività e passività correnti; per la metodologia, cfr. il riquadro: Le condizioni finanziarie delle imprese italiane nel periodo 1990-2003, in Bollettino economico, n. 44, 2005). Nel 2005 il fatturato delle imprese che presentavano livelli peggiori di una soglia di riferimento per almeno due dei quattro indicatori era diminuito all'11,4 per cento del fatturato complessivo del campione, un valore inferiore rispetto alla media del triennio precedente (12,8 per cento).

Figura 12.2



Fonte: Banca d'Italia, Istat.
 (1) Stime basate sui dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1999-2005. I dati del 2006 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: 1999=100. (3) Gli oneri finanziari netti sono stime interne della Banca d'Italia.

Figura 12.3



Fonte: Banca d'Italia, Istat.
 (1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". (2) Scala di sinistra. (3) Scala di destra. Gli oneri finanziari netti sono stime interne della Banca d'Italia. Il valore aggiunto per il 2006 è stimato sulla base delle informazioni di contabilità nazionale.

Tavola 12.4

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e composizione percentuale)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2006	Composizione percentuale		2005	2006
		dic. 2005	dic. 2006		
ATTIVITÀ					
Attività sull'interno	1.220.552	75,5	74,4	28.287	40.622
Biglietti e depositi a vista	168.977	10,4	10,3	15.841	17.043
Altri depositi	10.238	0,7	0,6	47	-442
di cui: <i>bancari</i>	10.238	0,7	0,6	47	-442
Titoli a breve termine	291	0,0	0,0	-300	251
Titoli a medio e a lungo termine	47.134	3,0	2,9	3.232	2.826
di cui: <i>pubblici</i>	10.669	0,7	0,7	-2.554	1.321
<i>di imprese</i>	24.007	1,5	1,5	6.266	2.343
Azioni e partecipazioni	627.847	37,8	38,3	3.579	1.393
Quote di fondi comuni	3.134	0,3	0,2	-98	-430
Crediti commerciali	294.834	19,9	18,0	2.667	2.595
Altre attività finanziarie (2)	68.097	3,4	4,2	3.319	17.386
Attività sull'estero	420.227	24,5	25,6	54.829	51.598
di cui: <i>depositi</i>	33.027	1,7	2,0	17.496	9.147
<i>crediti commerciali</i>	58.454	4,0	3,6	235	-764
<i>crediti finanziari a breve termine</i>	109.158	5,3	6,7	28.441	32.857
<i>titoli</i>	21.740	1,4	1,3	2.640	1.344
<i>azioni e partecipazioni</i>	183.490	11,1	11,2	3.093	8.619
Totale attività	1.640.779	100,0	100,0	83.115	92.220
PASSIVITÀ					
Passività sull'interno	2.614.306	89,6	89,1	108.106	105.505
Debiti a breve termine (3)	346.269	11,7	11,8	3.759	29.889
di cui: <i>bancari</i>	314.466	10,5	10,7	3.409	30.462
Debiti a medio e a lungo termine (4)	492.233	16,6	16,8	47.407	44.301
di cui: <i>bancari</i>	405.294	13,1	13,8	34.906	52.640
Titoli	53.014	1,7	1,8	4.905	5.378
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	39.712	1,3	1,4	2.614	3.726
Azioni e partecipazioni	1.283.738	43,7	43,8	41.496	15.286
Debiti commerciali	300.851	11,0	10,3	2.721	2.648
Altre passività finanziarie (5)	138.201	4,8	4,7	7.818	8.003
Passività sull'estero	319.664	10,4	10,9	587	20.871
di cui: <i>debiti commerciali</i>	29.342	1,1	1,0	2.617	585
<i>debiti finanziari</i>	101.164	3,4	3,4	14.074	7.850
di cui: <i>titoli a medio e a lungo termine</i>	14.033	0,5	0,5	-2.362	486
<i>azioni e partecipazioni</i>	184.993	5,7	6,3	-15.294	14.162
Totale passività	2.933.970	100,0	100,0	108.693	126.376
SALDO	-1.293.191			-25.578	-34.156

(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.

In Italia nel 2005 il rapporto tra debiti e PIL, pur in crescita, rimaneva contenuto rispetto agli altri paesi industriali (a eccezione della Germania; tav. 12.5). Il leverage delle imprese italiane, tuttavia, riflettendo principalmente il limitato apporto del capitale di rischio, era in una posizione intermedia: più elevato rispetto a Francia, Spagna e Stati Uniti e poco più basso rispetto a Germania e Regno Unito. Il divario con gli altri paesi si è molto ridotto rispetto alla metà degli anni novanta, quando l'Italia presentava un leverage particolarmente elevato nel confronto internazionale.

La composizione dei debiti finanziari delle imprese italiane si differenzia rispetto agli altri paesi industriali soprattutto per il ridotto ricorso, nel nostro paese, al mercato obbligazionario. Nell'ultimo triennio le emissioni lorde di titoli obbligazionari sui mercati internazionali da parte delle società non finanziarie sono state pari allo 0,9 per cento del PIL in Italia, all'1,5 nell'area dell'euro e all'1,6 nel Regno Unito.

Tavola 12.5

Composizione delle passività finanziarie delle imprese (1) (consistenze di fine periodo)							
PAESI E ANNI	Titoli	Prestiti	Azioni (2)	Debiti commerciali e altre passività (3)	Per memoria:		
					Passività finanziarie	Attività finanziarie	
					di cui: debiti finanziari		
Quote percentuali sul totale				In rapporto al PIL			
Francia							
1995	6,6	30,6	41,1	21,7	1,89	0,70	1,32
2000	5,0	17,9	65,3	11,8	3,54	0,81	2,49
2005	5,8	19,8	62,4	11,9	3,47	0,89	2,53
Germania							
1995	2,7	39,7	42,2	15,4	1,18	0,50	0,69
2000	1,4	34,5	51,0	13,1	1,78	0,64	1,10
2005	2,9	34,7	47,4	15,0	1,62	0,61	0,92
Italia							
1995	1,4	40,3	35,9	22,4	1,27	0,53	0,63
2000	1,1	29,0	54,6	15,3	1,84	0,55	1,00
2005	2,4	31,2	49,5	16,9	1,91	0,64	1,03
Spagna							
1996	2,5	22,8	47,1	27,6	1,80	0,48	1,14
2000	1,0	22,3	52,7	24,0	2,60	0,66	1,63
2005	0,4	27,8	49,6	22,2	3,17	0,97	2,03
Area dell'euro							
1995	3,7	35,8	42,2	18,3	1,42	0,56	0,85
2000	2,9	26,9	57,2	12,9	2,35	0,69	1,47
2004	4,2	30,5	50,7	14,7	2,15	0,73	1,37
Regno Unito							
1995	6,2	23,1	62,6	8,1	2,18	0,64	0,79
2000	7,9	21,1	66,1	4,9	2,98	0,86	1,27
2005	10,4	28,9	56,0	4,6	2,67	1,05	1,30
Stati Uniti (4)							
1995	8,7	14,2	56,6	20,5	2,36	0,54	0,75
2000	8,4	12,9	58,2	20,5	3,04	0,65	1,15
2005	10,5	15,8	54,6	19,1	2,58	0,68	1,07

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; Central Statistical Office, *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, BCE per l'area dell'euro.

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Comprendono anche le partecipazioni. - (3) Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione. - (4) Dati riferiti al settore "Nonfinancial Business".

Nei principali paesi dell'area il ricorso al debito obbligazionario è molto più contenuto rispetto agli Stati Uniti, dove il finanziamento delle imprese si realizza in larga parte attraverso l'emissione di strumenti negoziabili sui mercati. Tuttavia, a partire dal 1999, in concomitanza con l'introduzione dell'euro, le imprese europee hanno notevolmente accresciuto il ricorso al mercato obbligazionario, arrivando nel 2006 a collocare titoli per un controvalore di circa 100 miliardi di euro, cinque volte il livello osservato nel 1995. È inoltre aumentata la partecipazione al mercato di emittenti con rating meno elevati o localizzati in paesi in cui il ricorso al debito obbligazionario era tradizionalmente poco diffuso, come l'Italia, l'Austria o la Grecia. Analisi empiriche suggeriscono che in Europa tra le aziende di minore dimensione la decisione di collocare obbligazioni è legata soprattutto a esigenze di finanziamento delle fasi di crescita, mentre tra le società di grandi dimensioni essa dipende principalmente dalla volontà di riequilibrare la struttura finanziaria attraverso la diversificazione delle fonti di finanziamento e l'allungamento della scadenza del debito.

I debiti commerciali. – Nel 2006, in connessione con l'accelerazione dell'attività produttiva, i debiti commerciali delle imprese italiane sono aumentati di circa 3 miliardi; alla fine dell'anno erano pari all'11 per cento del totale delle passività finanziarie.

In base all'Indagine della Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi, nel 2006 i crediti commerciali sono risultati pari al 23 per cento del fatturato, con una durata media dei contratti di 85 giorni; riflettendo anche il potere contrattuale delle controparti, la concessione di dilazioni di pagamento alle imprese acquisite risulta meno diffusa al crescere delle dimensioni aziendali. Il 28 per cento dei pagamenti relativi ai crediti commerciali è effettuato oltre le scadenze pattuite, con un ritardo in media pari a 46 giorni; nel Mezzogiorno la frequenza dei ritardi e la loro entità risultano più elevate (36 per cento e 50 giorni).

La raccolta di capitale di rischio e il private equity. – Nel 2006 l'incremento del patrimonio delle imprese dovuto a utili non distribuiti e ad aumenti di capitale è stato pari a circa 30 miliardi, di cui 4 ascrivibili a emissioni di titoli quotati in borsa. L'importo complessivo dei collocamenti azionari da parte di società quotate è diminuito rispetto al 2005, quando erano stati pari a 8 miliardi; sono invece cresciuti il numero e il valore delle emissioni riconducibili alle operazioni di prima quotazione (cfr. il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali*).

Analisi empiriche condotte su un campione di imprese europee che si sono quotate tra il 1995 e il 2003 indicano che l'accesso al mercato azionario ha consentito di ridurre il grado di indebitamento dopo una fase di forte sviluppo aziendale. Più debole appare invece il legame tra la quotazione e l'andamento, negli anni immediatamente successivi, della redditività e degli investimenti.

In Europa, nella seconda metà degli anni novanta la presenza di segmenti dei listini azionari dedicati alle imprese di minore dimensione operanti in settori a elevato contenuto tecnologico (cosiddetti nuovi mercati) ha agevolato l'accesso alla borsa da parte di imprese più piccole. Tuttavia, per le aziende quotate su questi segmenti la redditività e i tassi di crescita in seguito alla quotazione sono stati peggiori rispetto a quelli osservati nei mercati tradizionali. Il crollo delle quotazioni dei titoli tecnologici alla fine dello scorso decennio ha contribuito alla riorganizzazione o alla chiusura di questi segmenti di mercato.

Secondo i dati diffusi dall'Aifi, nel 2006 gli investimenti e la raccolta delle società di private equity e di venture capital in Italia sono cresciuti rispettivamente a 3,7 e 2,3 miliardi di euro, ma restano ancora molto contenuti rispetto ai principali paesi industriali. Circa due terzi degli investimenti hanno riguardato operazioni di riassetto proprietario di aziende di grandi dimensioni, mentre i finanziamenti a imprese nelle fasi iniziali di attività e a quelle dei settori ad alta tecnologia hanno ricoperto, come negli anni precedenti, un ruolo marginale (rispettivamente l'1 e il 7 per cento).

Nel confronto internazionale, il mercato italiano del venture capital e del private equity è caratterizzato dalla scarsa rilevanza degli investimenti nelle imprese più giovani. Nella media del decennio 1996-2005 tali finanziamenti sono stati pari, in rapporto al PIL, allo 0,27 per cento negli Stati Uniti, allo 0,10 nei paesi europei e allo 0,05 in Italia. Al minore sviluppo del venture capital in Italia con-

tribuiscono vari fattori. In primo luogo, tra i finanziatori delle società di venture capital è scarsa la presenza di investitori istituzionali, quali i fondi pensione, caratterizzati da un esteso orizzonte temporale di investimento e particolarmente adatti a sostenere progetti i cui rendimenti maturano dopo un prolungato lasso di tempo. Inoltre, il minore sviluppo dei mercati azionari rende meno agevole il disinvestimento, una volta esaurito il contributo del fondo di venture capital alla crescita dell'impresa. Recenti analisi empiriche suggeriscono che il minore successo di questa forma di intermediazione in Europa rispetto agli Stati Uniti può anche riflettere la minore redditività dei progetti finanziati dal venture capital nel vecchio continente.

Le attività finanziarie e le operazioni di fusione e di acquisizione. – Nel 2006 le imprese italiane hanno aumentato gli investimenti in attività finanziarie da 83 a 92 miliardi. In connessione con l'attività di fusione e acquisizione sono aumentati gli acquisti netti di azioni e partecipazioni.

Sui mercati internazionali, il processo di concentrazione tra imprese, in corso dalla metà degli anni novanta e in notevole ripresa dal 2004, rimane intenso. Secondo le rilevazioni di Thomson Financial, che censisce le operazioni principali a livello mondiale, le fusioni e le acquisizioni di interessi di maggioranza annunciate nel 2006 da società non finanziarie sono state circa 7.600, per un valore di oltre 750 miliardi di euro, circa l'8 per cento in più rispetto all'anno precedente. L'attuale fase di consolidamento si caratterizza per una maggiore diffusione internazionale rispetto alle precedenti. La quota delle imprese statunitensi rimane preponderante, ma è diminuita dal 60 al 44 per cento tra il 1995-97 e lo scorso triennio; nello stesso arco di tempo la quota delle imprese dell'area dell'euro è aumentata dal 9 al 24 per cento. Il peso di Cina e India, pressoché nullo alla fine dello scorso decennio, è stato pari al 3 per cento nel 2006.

All'attuale processo di concentrazione concorrono sia la crescita delle quotazioni di borsa, che favorisce gli scambi azionari, sia l'innovazione tecnologica e la deregolamentazione di molti mercati (in particolare nel campo dei servizi), che richiedono alle imprese nuove strategie per affrontare la più intensa concorrenza e per conquistare nuovi mercati. Un'analisi empirica su oltre mille operazioni di fusione e acquisizione tra grandi imprese non finanziarie quotate, avvenute nei principali paesi tra il 1990 e il 2005, mostra che le società che ricorrono a queste transazioni sono generalmente aziende mature, con bassa redditività e crescita del fatturato e un ridotto tasso di accumulazione. Dopo la fusione, la redditività e la crescita delle imprese coinvolte non si discostano in maniera significativa dai valori registrati per le altre società quotate. Costituiscono una parziale eccezione le operazioni di fusione e acquisizione transfrontaliere, che vedono coinvolte imprese più dinamiche, per le quali in seguito alla transazione si registra un miglioramento della redditività.

Nel 2006 l'attività sul mercato del controllo societario è stata vivace anche nel nostro paese: le imprese italiane hanno annunciato 131 operazioni di concentrazione, per un valore di 9 miliardi, 2 in più rispetto all'anno precedente. Al netto dell'acquisizione da parte di Lottomatica di una società statunitense (per circa 4 miliardi), il settore maggiormente interessato è stato quello dell'energia. È diminuita la quota delle acquisizioni di società estere da parte di imprese italiane e, rispetto al passato, si è ridimensionato il peso delle controparti localizzate nei paesi dell'area dell'euro. Nel 2006 sono state inoltre annunciate 63 acquisizioni di società italiane, quasi tutte di piccole dimensioni, da parte di controparti estere. Tra le acquisizioni di grandi imprese italiane da parte di società straniere comunicate al mercato, rimane sospesa, in attesa della risoluzione di controversie legali tra autorità competenti e con le società coinvolte, l'operazione Abertis-Autostrade.

Nei primi mesi del 2007 l'Enel e un socio spagnolo hanno lanciato un'OPA per il controllo di Endesa, il principale produttore di energia elettrica iberico, per un valore complessivo di circa 40 miliardi. In aprile la maggiore società spagnola di telefonia, Telefónica, ha acquistato il pacchetto di maggioranza relativa della holding di controllo della Telecom.