

14. LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2008 il risparmio finanziario delle famiglie, che misura la differenza tra i flussi di attività e di passività finanziarie, non ha subito sostanziali variazioni rispetto all'anno precedente, risultando pari al 2,8 per cento del PIL. Gli investimenti finanziari netti sono diminuiti e si sono indirizzati principalmente verso strumenti emessi dalle banche; si è accentuato il deflusso di risorse dai fondi comuni. La ricchezza finanziaria netta delle famiglie si è ridotta a causa delle perdite di valore di azioni e partecipazioni. L'espansione dei prestiti bancari alle famiglie ha registrato un deciso rallentamento. Alla minore domanda di finanziamenti si è affiancato un contenuto inasprimento delle condizioni di offerta, in parte causato dal peggioramento della situazione finanziaria delle famiglie indebitate che si è riflesso in un aumento dei ritardi di pagamento. Il tasso di insolvenza è tuttavia aumentato in misura limitata.

La redditività operativa delle società non finanziarie è ulteriormente diminuita, raggiungendo i livelli dei primi anni novanta. Gli oneri finanziari netti, saliti al 21,7 per cento del margine operativo lordo, hanno concorso a limitare la capacità di autofinanziamento delle imprese: pur in presenza di un notevole calo degli investimenti fissi il fabbisogno finanziario è rimasto molto elevato, al 3,6 per cento del PIL. Le imprese vi hanno fatto fronte aumentando l'indebitamento e attingendo alle provviste di liquidità. I prestiti bancari sono cresciuti a ritmi progressivamente più contenuti. Le politiche di erogazione delle banche si sono fatte più selettive, soprattutto nei confronti delle imprese maggiormente indebitate per le quali l'accesso al credito si è ristretto. Il protrarsi della fase recessiva sta generando rilevanti tensioni finanziarie nelle aziende, riflettendosi in crescenti difficoltà nel rimborso del debito.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

Il saldo finanziario e la ricchezza delle famiglie. – Nel 2008 il saldo finanziario del settore delle famiglie (consumatrici, produttrici e istituzioni sociali senza scopo di lucro) è risultato pari a 44 miliardi, un ammontare simile a quello dell'anno precedente (tav. 14.1). Al lieve aumento del flusso di risparmio delle famiglie (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*) si è affiancato un valore ancora elevato di investimenti in attività reali, principalmente in nuove abitazioni e ristrutturazioni.

A causa della forte contrazione del valore di azioni e partecipazioni, le attività finanziarie delle famiglie italiane si sono ridotte di quasi 300 miliardi, raggiungendo un ammontare di 3.428 miliardi (tav. 14.2). Alla fine dell'anno la loro consistenza risultava pari a poco più di tre volte il reddito disponibile, in calo rispetto al 2007, quando il rapporto era pari a 3,5; una riduzione analoga si è osservata nell'area dell'euro, in particolare in Belgio e in Spagna, paesi in cui le famiglie detengono una quota elevata

di azioni e partecipazioni (tav. 14.3). Anche il rapporto tra la ricchezza finanziaria netta e il reddito disponibile è diminuito: in Italia ha raggiunto un valore inferiore a 2,5, il più basso del decennio; il livello è comunque superiore alla media dell'area dell'euro (1,8) e in linea con quello del Regno Unito.

Tavola 14.1

Saldi finanziari (1) (milioni di euro e valori percentuali)				
SETTORI	2005	2006	2007	2008
Famiglie (2)	64.866	59.999	42.626	43.740
di cui: <i>con l'estero</i>	42.141	32.559	237	-20.122
Società non finanziarie	-30.250	-35.397	-57.820	-56.932
di cui: <i>con l'estero</i>	53.445	38.516	75.435	31.735
Amministrazioni pubbliche	-61.600	-48.564	-25.261	-40.353
di cui: <i>con l'estero</i>	-91.578	-36.967	7.268	-69.381
Istituzioni finanziarie monetarie	11.769	-12.801	22.335	3.421
di cui: <i>con l'estero</i>	-47.978	-62.700	-71.611	43.459
Altri intermediari finanziari (3)	30.736	11.621	16.269	2.616
di cui: <i>con l'estero</i>	5.711	-26.257	-22.057	-27.494
Imprese di assicurazione (4)	-26.992	11.488	-18.505	-1.216
di cui: <i>con l'estero</i>	26.785	41.195	-9.631	-6.923
Resto del mondo	11.471	13.653	20.356	48.723
In percentuale del PIL				
Famiglie	4,5	4,0	2,8	2,8
Società non finanziarie	-2,1	-2,4	-3,7	-3,6
Amministrazioni pubbliche	-4,3	-3,3	-1,6	-2,6
Società finanziarie (5)	1,1	0,7	1,3	0,3
Resto del mondo	0,8	0,9	1,3	3,1
In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (6)				
Famiglie	2,4	2,8	0,8	1,3
Società non finanziarie	-0,9	-1,7	-2,5	-2,7
Amministrazioni pubbliche	-2,4	-2,2	0,2	-1,3

(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) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (3) Sono inclusi gli ausiliari finanziari. – (4) Include anche i fondi pensione. – (5) Istituzioni finanziarie monetarie, altri intermediari finanziari, imprese di assicurazione e ausiliari finanziari. – (6) Nel calcolo della correzione per l'inflazione sono considerati soltanto gli strumenti finanziari denominati in euro, aventi valore monetario fisso alla scadenza.

Gli investimenti in attività finanziarie. – Nel 2008 gli investimenti finanziari netti delle famiglie si sono ridotti rispetto all'anno precedente (da 103 a 70 miliardi; tav. 14.2). Si è osservato un deciso spostamento delle preferenze di investimento e delle quote di portafoglio verso strumenti finanziari emessi dalle banche (depositi a vista e a scadenza e obbligazioni bancarie): gli acquisti netti sono stati pari a 93 miliardi, oltre il doppio rispetto all'anno precedente; l'incremento è stato particolarmente elevato per le obbligazioni. La quota di questi strumenti sul totale è aumentata dal 25 al 31 per cento. Questo andamento è in gran parte attribuibile alle politiche di offerta delle banche, che hanno cercato di accrescere la raccolta dalla clientela residente al fine di compensare le difficoltà di finanziamento sui mercati internazionali; il differenziale tra i tassi di rendimento delle obbligazioni bancarie e quelli sui titoli pubblici è aumentato (cfr. il capitolo 16: *Le banche*). La concorrenza esercitata dagli strumenti di raccolta delle banche ha ridotto l'interesse verso altre attività con un profilo di rischio limitato. Gli investimenti netti in depositi e altra raccolta postale sono risultati pressoché invariati rispetto al 2007 (circa 10 miliardi), mentre vi sono state vendite nette di titoli di Stato (per 3 miliardi, rispetto ai 39 miliardi di acquisti netti del 2007).

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2008	Composizione percentuale		2007	2008
		dic. 2007	dic. 2008		
ATTIVITÀ					
Biglietti e monete	103.324	2,4	3,0	5.012	14.298
Strumenti emessi dalle banche	1.044.820	25,4	30,5	44.881	92.508
di cui: <i>depositi a vista</i>	493.286	12,8	14,4	385	16.736
<i>altri depositi</i>	143.956	3,1	4,2	21.497	27.068
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	407.578	9,5	11,9	23.000	48.704
Depositi e altra raccolta postale (2)	295.936	7,7	8,6	9.888	9.584
Titoli di Stato	186.094	5,5	5,4	39.048	-3.222
di cui: <i>a breve termine</i>	20.390	0,7	0,6	12.578	-1.021
<i>a medio e a lungo termine</i>	165.704	4,8	4,8	26.470	-2.202
Altri titoli	48.622	1,3	1,4	10.439	8.388
di cui: <i>a breve termine</i>	295	0,0	0,0	118	55
<i>a medio e a lungo termine di impresa</i>	48.327	1,3	1,4	10.321	8.333
Quote di fondi comuni	165.303	7,2	4,8	-35.468	-66.024
di cui: <i>italiani</i>	128.899	5,0	3,8	-31.937	-43.350
<i>esteri</i>	36.404	2,2	1,1	-3.531	-22.674
Azioni e partecipazioni	721.355	27,2	21,0	22.579	10.231
di cui: <i>italiane</i>	652.316	24,6	19,0	26.109	12.208
<i>estere</i>	69.039	2,7	2,0	-3.530	-1.976
Altre attività sull'estero	154.226	3,9	4,5	7.298	4.529
di cui: <i>depositi</i>	20.595	0,5	0,6	3.121	3.023
<i>titoli a breve termine</i>	1.971	0,0	0,1	563	251
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	131.660	3,4	3,8	3.613	1.255
Riserve per premi di assicurazione (3)	586.818	16,3	17,1	-4.181	-5.134
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	342.262	9,8	10,0	-9.091	-10.548
Altre attività (4)	121.419	3,1	3,5	3.691	4.664
Totale attività	3.427.917	100,0	100,0	103.188	69.821
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (5)	55.640	6,9	6,7	2.302	-632
di cui: <i>bancari</i>	52.832	6,6	6,3	1.791	-769
Debiti a medio e a lungo termine (6)	562.956	67,3	67,3	50.822	17.991
di cui: <i>bancari</i>	415.944	50,6	49,7	34.286	8.884
Altre passività finanziarie (7)	217.620	25,7	26,0	7.438	8.721
Totale passività	836.216	100,0	100,0	60.562	26.080
SALDO	2.591.701			42.626	43.741

(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) Conti correnti, libretti e buoni postali. – (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 prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. – (7) La voce è costituita da: debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

Da un'analisi condotta su alcuni paesi europei per i quali si dispone di informazioni sufficientemente dettagliate emerge che, a fronte di una forte contrazione degli investimenti netti delle famiglie, non si è verificato un incremento degli acquisti di strumenti finanziari emessi dalle banche di entità comparabile a quella osservata in Italia: questi ultimi sono leggermente aumentati nel Regno Unito, sono rimasti sostanzialmente invariati in Spagna e si sono ridotti in Belgio.

Tavola 14.3

Composizione delle attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (consistenze di fine periodo)										
PAESI E ANNI	Circolante e depositi	Titoli di Stato e altre obbligazioni	Azioni, partecipazioni e quote di fondi comuni		Altre attività (2)	Attività finanziarie	Passività finanziarie			Ricchezza finanziaria netta
			di cui: quote di fondi comuni				di cui: debiti finanziari		di cui: mutui	
	Quote percentuali sul totale delle attività					In rapporto al reddito disponibile				
Italia										
2006	25,7	18,3	36,4	8,3	19,6	3,61	0,74	0,54	0,29	2,87
2007	26,5	19,7	34,4	7,2	19,4	3,54	0,77	0,57	0,31	2,77
set. 2008 (3)	29,5	22,2	27,7	5,5	20,5	3,23	0,77	0,57	0,32	2,46
Belgio										
2006	28,2	8,2	40,9	15,7	22,7	4,62	0,80	0,76	0,52	3,82
2007	28,3	7,9	40,1	14,3	23,7	4,53	0,83	0,78	0,52	3,70
set. 2008 (3)	31,2	9,0	33,6	11,5	26,2	4,04	0,84	0,80	0,47	3,20
Francia										
2006	29,4	1,5	27,9	9,6	41,2	2,85	0,91	0,70	0,47	1,94
2007	29,2	1,6	26,5	9,1	42,7	2,83	0,95	0,73	0,50	1,89
set. 2008	30,9	1,6	22,9	8,4	44,5	2,69	0,96	0,75	0,52	1,73
Germania										
2006	34,7	9,0	24,5	11,6	31,8	2,77	0,98	0,98	0,61	1,79
2007	35,3	8,6	24,4	11,9	31,8	2,83	0,95	0,95	0,59	1,88
set. 2008	36,6	8,2	21,9	11,6	33,3	2,72	0,93	0,92	0,58	1,80
Spagna										
2006	36,8	2,5	43,6	11,7	17,1	2,87	1,32	1,23	0,86	1,55
2007	38,1	2,7	42,3	10,7	16,9	2,86	1,39	1,31	0,92	1,46
set. 2008	45,0	2,3	34,3	9,4	18,3	2,44	1,36	1,28	0,91	1,08
Area dell'euro (4)										
2006	31,2	7,8	30,8	9,7	30,2	3,10	1,02	0,91	0,57	2,07
2007	32,0	7,9	29,3	9,2	30,8	3,08	1,05	0,93	0,59	2,03
set. 2008	35,2	8,3	24,1	8,3	32,5	2,81	1,05	0,93	0,59	1,77
Regno Unito										
2006	25,9	0,9	15,8	4,3	57,3	4,60	1,66	1,51	0,90	2,94
2007	27,2	0,9	14,7	4,1	57,3	4,65	1,74	1,60	0,91	2,90
set. 2008	31,1	0,7	13,0	3,9	55,2	4,14	1,74	1,61	0,89	2,39
Stati Uniti (5)										
2006	12,0	7,4	48,6	11,7	32,0	4,82	1,37	1,34	1,00	3,45
2007	12,0	7,7	47,9	12,5	32,4	4,81	1,38	1,36	1,01	3,42
set. 2008	13,3	8,5	45,8	12,3	32,5	4,24	1,36	1,34	0,98	2,88
Giappone										
2006	49,8	4,7	16,2	3,9	29,2	4,97	1,28	1,06	0,58	3,69
2007	51,3	5,0	13,9	4,6	29,9	4,84	1,22	1,04	0,58	3,62
set. 2008	53,3	5,2	11,1	3,9	30,5

Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; National Bank of Belgium per il Belgio; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Eurostat e BCE per i paesi dell'area dell'euro; 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 e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti; Bank of Japan e Cabinet Office per il Giappone.

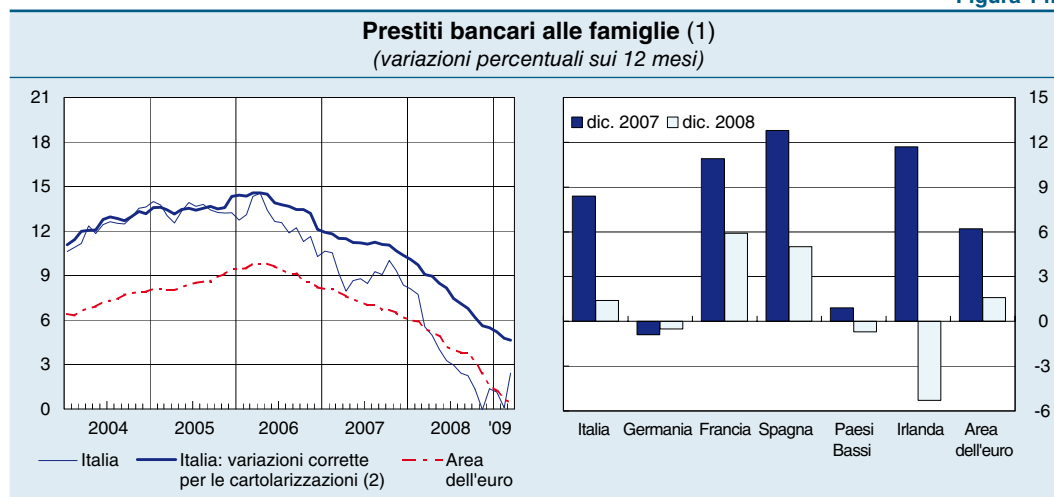
(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. - (2) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e altre partite minori. - (3) Il reddito disponibile del 2008 è stimato. - (4) I dati si riferiscono all'area composta da 15 paesi. - (5) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

In un contesto di forte contrazione dei valori azionari, gli acquisti netti di azioni e partecipazioni nel 2008 si sono più che dimezzati rispetto all'anno precedente (da 23 a 10 miliardi). Si è accentuato il disinvestimento dai fondi comuni italiani ed esteri (66 miliardi, rispetto ai 35 del 2007), estendendosi anche ai fondi monetari (cfr. il capitolo 17: *La gestione del risparmio e gli intermediari non bancari*). La quota di attività finanziarie investita in fondi comuni è diminuita di altri due punti percentuali, al 5 per cento, il valore più basso dalla metà degli anni novanta; la riduzione è stata più elevata rispetto a quella osservata nell'area dell'euro e nei paesi anglosassoni. Anche gli strumenti finanziari assicurativi, inclusi nelle riserve del ramo vita e assimilabili a forme di risparmio gestito, hanno registrato un deflusso netto per 11 miliardi, un importo simile a quello del 2007.

Un'analisi relativa alle scelte di portafoglio, basata sui dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie, ha evidenziato come variazioni del valore della ricchezza finanziaria inducano a rivedere la propensione a investire in attività rischiose. Anche dopo l'esaurirsi degli effetti dell'attuale crisi finanziaria, il ritorno verso strumenti finanziari più rischiosi potrebbe essere ritardato dall'aumentata avversione al rischio.

I debiti finanziari delle famiglie. – Nel 2008 la crescita dei prestiti concessi dalle banche alle famiglie, consumatrici e produttrici, è notevolmente rallentata, accentuando una tendenza già emersa nel biennio precedente dopo la forte espansione della prima parte del decennio (fig. 14.1). Il rallentamento ha riflesso una minore domanda di prestiti conseguente all'attenuazione del ciclo del mercato immobiliare e alla forte contrazione della spesa per beni durevoli. Vi ha contribuito un contenuto inasprimento delle condizioni di offerta del credito, che sembra essersi attenuato nel primo trimestre del 2009. Nel 2008 l'espansione dei finanziamenti alle famiglie, includendo anche i prestiti cartolarizzati, è stata del 5,5 per cento (10,4 nel 2007). La decelerazione è stata in linea con la media dell'area dell'euro ed è proseguita nei primi tre mesi del 2009.

Figura 14.1



Fonte: elaborazione su dati BCE.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) La correzione è basata su stime dei rimborsi dei prestiti cartolarizzati.

Nei principali paesi dell'area la dinamica del credito alle famiglie è risultata piuttosto differenziata. In Francia e in Spagna è stata simile a quella italiana. In Irlanda, dove i prezzi delle abitazioni sono calati in misura significativa, i prestiti alle famiglie si sono ridotti. In Germania e nei Paesi Bassi la crescita nel 2008 è risultata pressoché nulla, analogamente all'anno precedente.

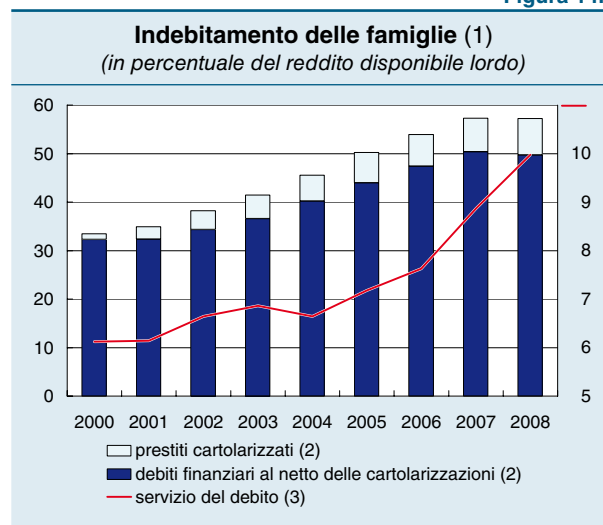
Alla fine del 2008 i debiti finanziari complessivi delle famiglie, che includono anche i crediti erogati dalle società finanziarie e i prestiti bancari cartolarizzati, erano di poco inferiori al 60 per cento del reddito disponibile (fig. 14.2). Il grado di indebitamento, sebbene cresciuto nel corso del passato decennio, è ancora inferiore alla media dell'area dell'euro (93 per cento); in particolare, il rapporto è risultato prossimo al 130 per cento in Spagna, superiore al 90 per cento in Germania e attorno all'80 per cento in Francia e in Belgio (tav. 14.3).

Nel 2008 anche i prestiti concessi da banche e società finanziarie alle sole famiglie consumatrici, che escludono quelli connessi con l'attività di produzione, hanno rallentato; la crescita a fine anno risultava intorno al 6 per cento (12,5 a dicembre 2007; tav. 14.4). La decelerazione dei prestiti bancari è stata più accentuata nelle regioni del Nord, in particolare del Nord Est. Il rallentamento è risultato più deciso per i prestiti erogati dalle banche appartenenti ai primi cinque gruppi bancari (il tasso di crescita è diminuito dal 10 all'1,3 per cento) e dalle altre grandi banche (dall'11,8 al 6,4 per cento). I prestiti concessi da altre tipologie di banche alla fine del 2008 crescevano a tassi molto simili rispetto a quelli dell'anno precedente, superiori al 15 per cento per le banche di piccole dimensioni e per le filiali di banche estere. Le politiche di offerta sono state caratterizzate da un grado di restrizione più accentuato per le banche di grandi dimensioni, che hanno incontrato maggiori problemi dal lato della raccolta (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

I prestiti per l'acquisto di abitazioni. – In conseguenza del minor volume di compravendite nel mercato immobiliare residenziale (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*), dell'incremento dei tassi di interesse per gran parte dell'anno e dei criteri più selettivi adottati dalle banche, le erogazioni dei prestiti per l'acquisto di abitazioni sono calate a 56 miliardi di euro (63 nel 2007); la riduzione è stata più forte nel secondo semestre dell'anno. Si tratta di un ammontare ancora elevato rispetto a quanto osservato negli ultimi anni; il 13 per cento delle erogazioni ha tuttavia riguardato operazioni di surroga e di sostituzione di contratti di mutuo già esistenti (il 4 per cento nel 2007).

Le famiglie hanno attivamente cercato di modificare le condizioni contrattuali dei mutui, rivolgendosi alla propria banca o cambiando intermediario. Secondo un'indagine condotta dalle strutture regionali per la ricerca economica della Banca d'Italia, nel 2008 le operazioni di surroga, che consentono di trasferire il mutuo a un'altra banca mediante portabilità dell'ipoteca, a parità di importo e senza costi per il cliente, sono state pari all'8 per cento delle erogazioni. Le operazioni di sostituzione del mutuo, che permettono un aumento del finanziamento, con iscrizione di una nuova ipoteca e quindi con un costo per il cliente, hanno rappresentato il 5 per cento delle erogazioni. Le rinegoziazioni delle

Figura 14.2



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 2008 è una stima della Banca d'Italia. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (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 stimato.

condizioni del contratto di mutuo effettuate con la propria banca, che non comportano nuove erogazioni, sono risultate particolarmente numerose e hanno riguardato il 7,5 per cento delle consistenze dei mutui in essere (3 per cento nel 2007).

Tavola 14.4

Credito alle famiglie consumatrici (1) (variazioni percentuali sui 12 mesi)				
VOCI	dicembre 2006	dicembre 2007	dicembre 2008	marzo 2009
Prestiti per l'acquisto di abitazioni				
Banche	15,4	12,0	5,3	4,6
Credito al consumo				
Banche	13,9	7,9	9,1	6,4
Società finanziarie	27,6	25,9	10,7	15,7
Totale banche e società finanziarie	18,8	14,8	9,8	10,2
Altri prestiti				
Banche	3,6	10,9	5,9	5,1
Prestiti totali				
Totale banche e società finanziarie	14,3	12,5	6,3	6,0

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze; le famiglie non comprendono le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto delle cartolarizzazioni e riclassificazioni; per le società finanziarie si tiene conto solo dei prestiti cartolarizzati e non cancellati dal bilancio. I dati di marzo 2009 sono provvisori. Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il Governo ha disposto alcuni interventi in favore delle famiglie che hanno contratto un mutuo e che si trovano in condizioni di difficoltà finanziaria (cfr. il capitolo 19: L'azione di Vigilanza). Le operazioni di rinegoziazione dei mutui a tasso variabile, disciplinate dalla Convenzione stipulata tra il Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) e l'ABI, sono risultate pari a oltre 5 miliardi, un terzo delle rinegoziazioni totali. È stato inoltre fissato per l'intero 2009 un tetto per i tassi di interesse da applicare ai mutui a tasso non fisso, ponendo l'eventuale eccedenza a carico dello Stato (decreto legge 29 novembre 2008, n. 185); la recente flessione dei tassi di interesse ha ridotto l'applicabilità di questo meccanismo di protezione. Infine, le banche che emettono strumenti finanziari computabili nel patrimonio di vigilanza e che possono essere sottoscritti dal MEF fino al 31 dicembre 2009, ai sensi del decreto legge n. 185/2008, si impegnano a sottoscrivere un protocollo di intenti con il MEF; in base a questo protocollo le banche dovranno consentire, per almeno dodici mesi e senza oneri finanziari per il cliente, la sospensione del pagamento delle rate di mutuo per coloro che hanno perso la propria occupazione e sono stati destinatari di interventi pubblici di sostegno del reddito.

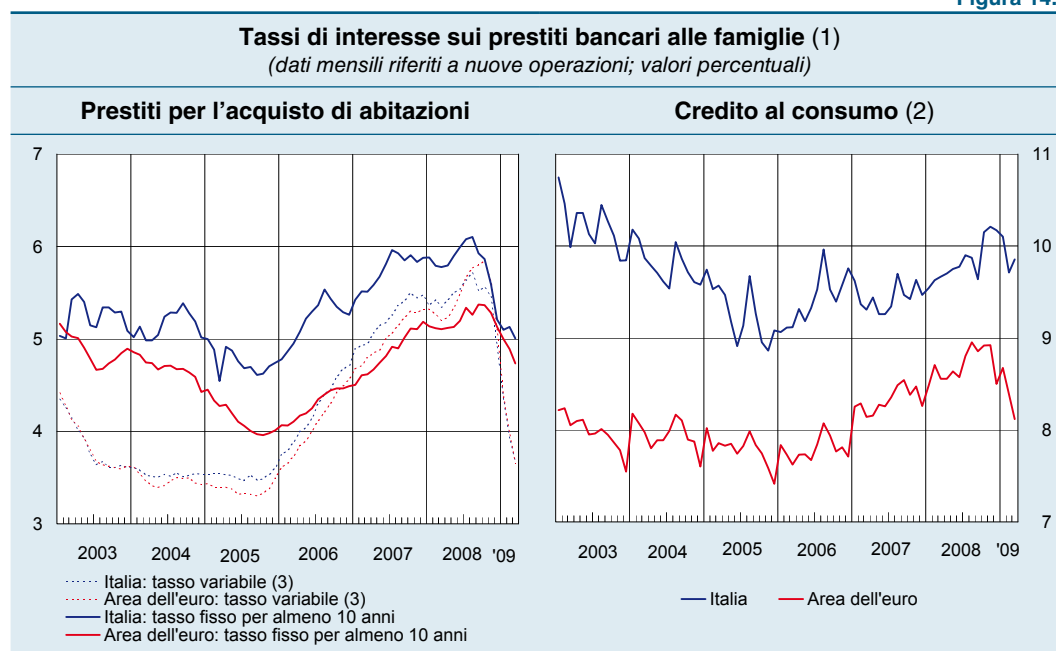
Tra il 2006 e il 2008, a causa del consistente incremento dei tassi di interesse applicati sui mutui a tasso variabile, le preferenze delle famiglie si sono orientate verso contratti a tasso fisso. Nel 2008 la quota di erogazioni di mutui a tasso determinato per oltre un anno (prevalentemente per oltre dieci anni) è stata pari al 67 per cento, rispetto al 15 per cento nel 2005, prima dell'inizio della fase di restrizione monetaria. Per la prima volta da quando la rilevazione è armonizzata (2003), tale quota è risultata superiore a quella relativa all'area dell'euro (62 per cento). Nel corso dei mesi più recenti, in una fase di riduzione dei tassi di interesse, la domanda dei mutui a tasso variabile ha ripreso gradualmente a crescere. In rapporto alle consistenze, la percentuale di mutui a tasso fisso ha raggiunto il 36 per cento alla fine del 2008, oltre il doppio rispetto al minimo del 2005. Gran parte del rischio di tasso di interesse permane ancora in capo alle famiglie.

Per consentire di fronteggiare eventuali shock in termini di aumento dei tassi di interesse o di variazioni inattese del reddito familiare, le banche hanno accresciuto l'offerta di mutui che prevedono la possibilità di estendere la durata o di sospendere temporaneamente i pagamenti: nel 2008 questi finanziamenti hanno rappresentato oltre il 20 per cento delle erogazioni; i contratti con queste caratteristiche erano pari a circa il 12 per cento dei mutui in essere. Il decreto legge n. 185 del 2008 ha inoltre previsto che le banche che erogano mutui per l'acquisto dell'abitazione principale debbano assicurare ai clienti la possibilità di stipulare contratti indicizzati al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale della Banca centrale europea (BCE), che ha oscillazioni meno ampie rispetto ai tassi di riferimento di mercato.

Il rapporto strutturale della BCE Housing finance in the euro area evidenzia che i contratti di mutuo a tasso fisso prevalgono in un gruppo ristretto di paesi (Belgio, Francia, Germania e Paesi Bassi), che rappresentano il 65 per cento dei prestiti per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro. Negli altri paesi i mutui sono generalmente stipulati a tasso variabile: nel 2007 percentuali elevate di questi prestiti caratterizzavano Irlanda e Spagna; diversamente dall'Italia, nel 2008 la quota di contratti stipulati a tasso variabile in questi due paesi è rimasta elevata. Per quanto riguarda le altre caratteristiche del contratto, il rapporto indica che nel 2007 la durata media dei mutui in Italia (22 anni) era in linea con quanto osservato per alcuni paesi (Belgio, Francia, Germania e Grecia) e più breve che in Irlanda, nei Paesi Bassi e in Spagna (30 anni). Il rapporto tra il prestito e il valore dell'abitazione in Italia era pari al 65 per cento nel 2007, inferiore al valore medio dell'area dell'euro (79 per cento). Secondo un'indagine condotta dalla Banca d'Italia nel 2008, sia il rapporto loan-to-value (LTV) sia la durata dei contratti di mutuo sono risultati in media invariati rispetto all'anno precedente; è tuttavia diminuita la quota dei mutui caratterizzati da un LTV superiore all'80 per cento (dal 9 al 7 per cento delle erogazioni).

I tassi di interesse sui mutui. – Dopo aver raggiunto livelli elevati nel corso dell'estate, a partire dall'autunno il costo dei nuovi contratti di mutuo è notevolmente diminuito. Il tasso d'interesse sulle nuove erogazioni di mutui a tasso variabile si è ridotto dal 5,7 per cento in agosto al 3,7 nel mese di marzo del 2009 (fig. 14.3). Le aspettative di riduzione dei tassi ufficiali si sono riflesse nella struttura dei tassi a termine per scadenza e hanno contribuito ad attenuare anche il costo dei finanziamenti a tasso fisso per almeno 10 anni, che è sceso di circa un punto fino a raggiungere il 5 per cento nel marzo del 2009.

Figura 14.3



La riduzione del costo dei mutui a tasso fisso è stata più pronunciata rispetto a quanto accaduto in altri paesi dell'area dell'euro: il differenziale con il tasso medio dell'area, ancora elevato all'inizio del 2008, si è quasi annullato (fig. 14.3). Ciò è dovuto a un aumento dei margini applicati dalle banche in alcuni paesi dell'area. In Italia lo spread tra il tasso fisso a 10 anni e il tasso di riferimento per questi contratti (IRS a 10 anni) è rimasto pressoché invariato in media d'anno (1,3 per cento); l'andamento è stato simile per le banche grandi e piccole, appartenenti o meno a gruppi bancari. Nell'area dell'euro lo spread è aumentato in media d'anno di 0,4 punti (allo 0,7 per cento), raggiungendo a dicembre il livello praticato dalle banche italiane. Tra i maggiori paesi dell'area si è registrato un deciso incremento dei margini in Francia, nei Paesi Bassi e in Spagna.

Per i mutui a tasso variabile il margine rispetto al tasso di riferimento (Euribor a tre mesi) si è ridotto in Italia per gran parte del 2008, fino a un punto di minimo nel mese di ottobre (0,4 per cento), quando le banche hanno cercato di contenere l'aumento dei tassi di interesse di mercato; in media d'anno lo spread è risultato simile a quello dell'area dell'euro (0,8 per cento). Il differenziale rispetto al tasso Euribor è tuttavia fortemente risalito nei primi mesi del 2009, analogamente a quanto è accaduto nell'area. In Italia questo incremento è in gran parte imputabile a uno spread più ampio tra il costo delle obbligazioni a tasso variabile e il tasso Euribor, che le banche hanno dovuto applicare al fine di sostenere la raccolta presso la clientela; vi ha contribuito un più generale aumento del premio al rischio.

Un'analisi basata sui dati dell'Indagine EU-SILC dell'Eurostat ha evidenziato un legame tra il tasso di interesse applicato al contratto di mutuo e lo specifico rischio del cliente, misurato dalla probabilità di ritardo nel pagamento della rata. Con riferimento ai mutui le banche, disponendo di maggiori informazioni sul debitore rispetto ad altre forme di finanziamento, fanno quindi ricorso al credit scoring non solo nel valutare la concessione del prestito, ma anche nella determinazione del prezzo. Il ricorso a tali strategie di prezzo sembra essere cresciuto nel tempo, coerentemente con la maggiore diffusione e precisione delle metodologie di credit scoring e in analogia a quanto è accaduto negli Stati Uniti.

Il credito al consumo. – Nell'anno anche il tasso di crescita del credito al consumo alle famiglie si è ridotto: nel dicembre 2008 era poco inferiore al 10 per cento rispetto a un'espansione prossima al 15 per cento alla fine del 2007 (tav. 14.4). La decelerazione è attribuibile ai finanziamenti erogati dalle società finanziarie, che rappresentano una quota leggermente inferiore alla metà del credito al consumo totale. Il marcato rallentamento è per gran parte dovuto ai crediti finalizzati all'acquisto di beni durevoli, in conseguenza di una riduzione consistente della spesa in questi prodotti (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Il credito al consumo concesso dalle banche ha continuato a crescere a tassi simili a quelli della fine del 2007: i prestiti non finalizzati, che ne rappresentano la quota prevalente, hanno infatti mantenuto una dinamica vivace nel corso dell'anno.

Il tasso di interesse sulle nuove erogazioni del credito al consumo bancario è aumentato durante tutto il 2008, per poi stabilizzarsi attorno al 10 per cento nei primi mesi del 2009 (9,5 a fine 2007). Il costo di queste operazioni è cresciuto in misura inferiore nell'area dell'euro, dove ha recentemente registrato un calo, fino a raggiungere l'8,1 per cento in marzo, un livello decisamente più basso rispetto a quello italiano (fig. 14.3).

Vulnerabilità delle famiglie indebitate. – Riflettendo sia la crescita dell'indebitamento avvenuta negli anni scorsi, sia un incremento dei tassi di interesse in media d'anno, nel 2008 gli oneri sostenuti dalle famiglie per il pagamento degli interessi e la restituzione del capitale sono aumentati. Il servizio del debito ha raggiunto il 10 per cento del reddito disponibile, oltre un punto in più rispetto alla fine del 2007 (fig. 14.2). I dati aggregati si riferiscono al complesso delle famiglie, anche a quelle non indebitate.

L'Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia (IBF), la cui ultima rilevazione risale al 2006, indica che in quell'anno, per le famiglie con mutui per la casa di residenza, il valore mediano del servizio del debito era pari al 17 per cento del reddito disponibile. Tale incidenza risulta in linea con quella relativa ai paesi dell'area dell'euro per cui sono disponibili indagini campionarie; per le famiglie a reddito più basso questo valore tende a essere più elevato (superiore al 30 per cento). Considerando tutti i tipi di prestiti, nel 2006 la percentuale di famiglie con un'incidenza della rata complessiva sul reddito superiore al 30 per cento risultava pari al 2,1 per cento del totale (una famiglia indebitata su dieci; tav. 14.5).

Tavola 14.5

Famiglie indebitate per incidenza della rata sul reddito disponibile (1) (valori percentuali)									
QUARTILI DI REDDITO DISPONIBILE EQUIVALENTE (2)	2006					Stima per il 2008 (3)			
	Fino al 10%	Tra il 10 e il 20%	Tra il 20 e il 30%	Oltre il 30%	Famiglie con prestiti	Fino al 10%	Tra il 10 e il 20%	Tra il 20 e il 30%	Oltre il 30%
1° quartile	6,1	4,7	2,8	2,4	16,0	5,1	3,8	2,9	4,2
2° quartile	7,7	6,0	2,8	2,3	18,8	6,3	5,8	3,4	3,2
3° quartile	13,6	6,6	3,5	1,6	25,3	10,9	6,9	4,3	3,2
4° quartile	15,8	8,2	2,8	2,2	29,0	13,3	8,1	4,3	3,4
Totale	10,8	6,4	3,0	2,1	22,3	8,9	6,2	3,7	3,5

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
 (1) Percentuali di famiglie per quartile di reddito e sulle famiglie totali presenti nell'indagine. Si considerano le famiglie con qualsiasi tipo di prestito, mutuo o credito al consumo. Valori riportati all'universo. Il reddito include gli oneri finanziari. – (2) Calcolato in base alla scala di equivalenza dell'Ocse. – (3) La stima per il 2008 è ottenuta attribuendo a ogni famiglia con debito presente nell'indagine del 2006 una dinamica della rata e del reddito desunta dai dati aggregati. Eventuali discrepanze tra il totale e le componenti sono attribuibili ad arrotondamenti.

Nel 2008, in base a una stima riferita alle famiglie che avevano un prestito nella IBF del 2006, l'incidenza sul reddito disponibile del servizio del debito per i mutui relativi alla casa di residenza sarebbe aumentata, per la famiglia mediana, di oltre tre punti percentuali (al 20,5 per cento). La quota di famiglie con elevato servizio del debito sarebbe cresciuta al 3,5 per cento (tav. 14.5); l'incremento risulterebbe più forte per le famiglie a basso reddito, che detengono tuttavia una percentuale contenuta del debito complessivo, pari a circa il 7 per cento.

L'aumento del servizio del debito ha reso più tese le condizioni finanziarie delle famiglie, che nel 2008 hanno incontrato maggiori difficoltà nel rimborso dei debiti. Nell'anno la quota dei prestiti incagliati, su cui si riscontrano temporanei problemi di rimborso, è cresciuta dall'1,5 al 2,2 per cento; la percentuale di crediti scaduti da almeno 90 giorni ha registrato un incremento di oltre un punto, raggiungendo il 4,3 per cento. Tuttavia,

il rapporto fra nuove sofferenze e prestiti è aumentato in misura limitata e nel primo trimestre del 2009 risultava pari all'1,2 per cento (0,9 alla fine del 2007; cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

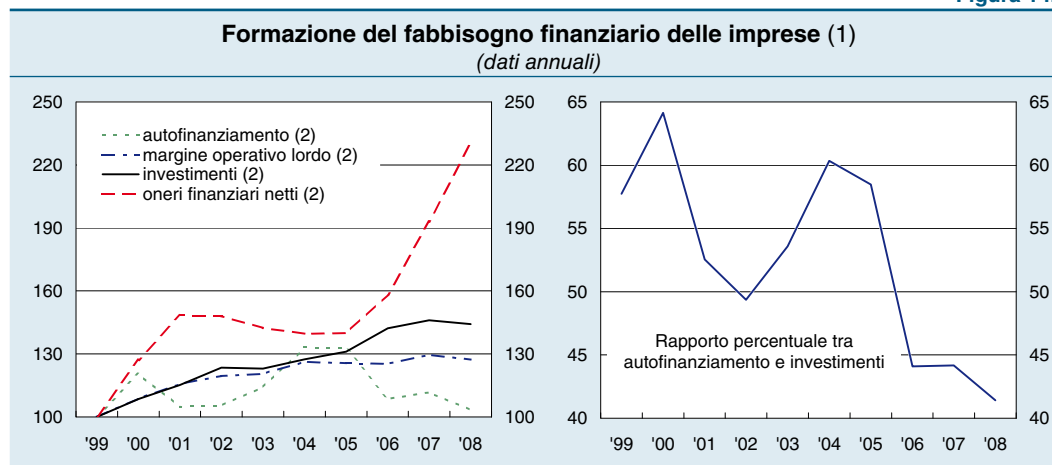
In prospettiva la vulnerabilità delle famiglie italiane indebitate potrebbe risentire del peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro, che inciderà negativamente sull'andamento del reddito; un sostegno verrà dalla recente flessione dei tassi d'interesse.

Simulazioni basate sulla IBF volte a verificare quanto la vulnerabilità delle famiglie indebitate sia influenzata da un aumento del tasso di disoccupazione, da un maggiore uso della cassa integrazione e da una riduzione del reddito dei lavoratori autonomi, mostrano che l'impatto sarebbe nel complesso abbastanza contenuto. La modesta reattività può essere spiegata, oltre che dal ruolo degli ammortizzatori sociali, dal fatto che gli eventi sfavorevoli che colpiscono alcuni individui sarebbero spesso assorbiti all'interno del nucleo familiare; le famiglie a basso reddito, che risultano più a rischio, sono inoltre meno indebitate.

Le condizioni e le scelte finanziarie delle imprese

Redditività, autofinanziamento e fabbisogno finanziario. – Sulla base dei dati di contabilità nazionale, nel 2008 il rapporto tra il margine operativo lordo e il valore aggiunto delle società non finanziarie italiane è sceso al 34,8 per cento, il livello più basso dal 1992. La redditività è calata anche per effetto della forte crescita degli oneri finanziari netti (fig. 14.4) che hanno eroso oltre un quinto del margine operativo lordo (17,9 per cento nel 2007); si tratta dell'incidenza più alta registrata dalla prima metà degli anni novanta quando, in virtù di tassi di interesse molto più elevati di quelli attuali, giunse a superare il 30 per cento.

Figura 14.4



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) Stime basate sui conti finanziari e sui dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1990-2007. I dati del 2008 sono stimati sulla base della contabilità annuale. Gli investimenti comprendono le scorte. Per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Indici: 1999=100.

I risultati dell'indagine Invind condotta dalla Banca d'Italia nei primi mesi di quest'anno indicano che la quota di imprese che anticipavano di chiudere l'esercizio 2008 con un risultato positivo è calata di circa 8 punti percentuali rispetto all'anno precedente, al 59 per cento; l'incidenza delle società con attese di perdita è cresciuta in misura speculare, al 23 per cento. Il peggioramento

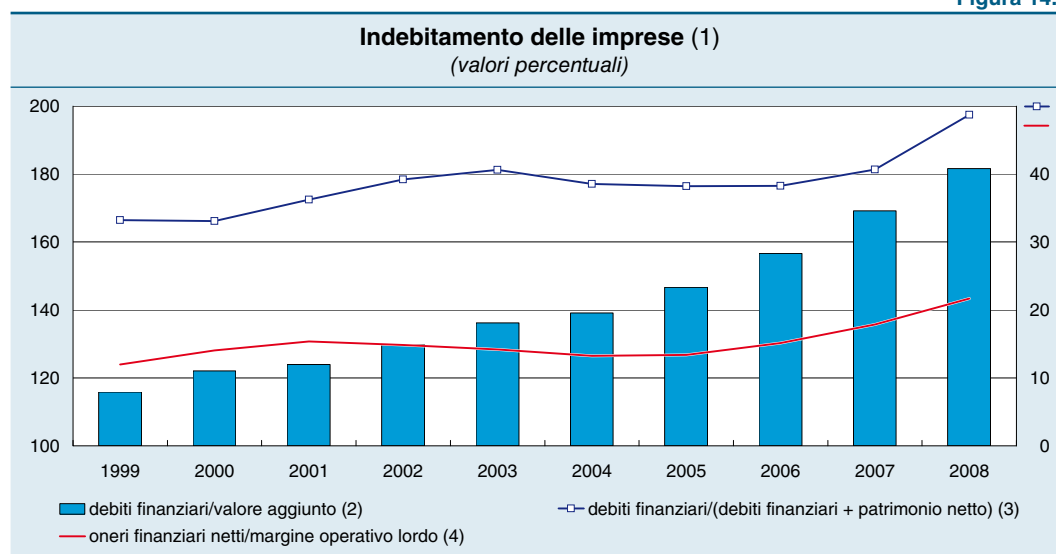
è stato marcato nel Mezzogiorno, tra le imprese con meno di 50 addetti e nei comparti del “made in Italy”.

Nonostante il calo degli investimenti (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l’offerta e i prezzi*), la capacità delle imprese di sostenerne la spesa utilizzando risorse interne ha toccato livelli storicamente bassi. Il fabbisogno finanziario è rimasto molto elevato, pari a 57 miliardi e al 3,6 per cento del PIL (tav. 14.1).

L’indebitamento e la struttura finanziaria. – Nel 2008 i debiti finanziari delle imprese sono aumentati di 103 miliardi, portandosi al 182 per cento del valore aggiunto (tav. 14.6 e fig. 14.5). Il leverage, dato dall’incidenza dei debiti finanziari sulla loro somma con il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, è salito di circa 8 punti percentuali rispetto al 2007, al 48,7 per cento; l’incremento è ascrivibile principalmente al calo del valore del capitale connesso con l’andamento dei corsi azionari.

Il grado di indebitamento delle imprese risulta elevato rispetto alla media del decennio. La sua crescita in questo arco di tempo è concentrata tra le società di maggiore dimensione. I dati della Centrale dei bilanci relativi a circa 50.000 imprese mostrano che per quelle con almeno 250 addetti il leverage, calcolato con il patrimonio netto ai valori di bilancio, è salito dal 41,4 per cento nel 2000 al 47,8 nel 2007; per le altre è sceso dal 58,6 al 54,7 per cento.

Figura 14.5



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie e tengono conto delle cartolarizzazioni. – (2) Scala di sinistra. Il valore aggiunto per il 2008 è stimato sulla base della contabilità annuale. – (3) Scala di destra. – (4) Scala di destra. Il margine operativo lordo per il 2008 è stimato sulla base della contabilità annuale.

Nel 2008 il rapporto tra i debiti finanziari e il PIL è aumentato in tutte le principali economie occidentali (tav. 14.7). In Italia il leverage è su livelli prossimi a quelli della Germania, del Regno Unito e della Spagna; l’indicatore è invece superiore di circa dieci punti percentuali rispetto alla Francia e agli Stati Uniti. Nell’attuale fase ciclica un elemento di debolezza della struttura finanziaria delle imprese italiane, connesso con le maggiori difficoltà di rifinanziamento, è rappresentato dal peso del debito a breve termine: nel terzo trimestre 2008, ultima data disponibile per il confronto internazionale, l’incidenza sui debiti finanziari era pari al 42,6 per cento, la più elevata tra i paesi considerati a eccezione del Regno Unito.

Tavola 14.6

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e composizione percentuale)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2008	Composizione percentuale		2007	2008
		dic. 2007	dic. 2008		
ATTIVITÀ					
Attività sull'interno	1.246.257	73,6	70,7	25.511	2.500
Biglietti e depositi a vista	175.734	9,0	10,0	-14.061	2.148
Altri depositi	16.975	0,6	1,0	1.533	337
Titoli a breve termine	527	0,0	0,0	3	98
Titoli a medio e a lungo termine	52.648	2,9	3,0	14.664	6.175
di cui: <i>pubblici</i>	31.994	1,7	1,8	21.916	899
<i>di imprese</i>	8.295	0,6	0,5	-6.880	5.153
Azioni e partecipazioni	396.026	30,6	22,5	-6.420	-4.809
Quote di fondi comuni	1.804	0,1	0,1	-443	-601
Crediti commerciali	542.379	27,2	30,8	28.924	1.529
Altre attività finanziarie (2)	60.164	3,1	3,4	1.311	-2.377
Attività sull'estero	517.048	26,4	29,3	94.354	46.775
di cui: <i>depositi</i>	46.037	2,6	2,6	9.361	-5.420
<i>crediti commerciali</i>	57.959	2,9	3,3	-296	-385
<i>crediti finanziari a breve termine</i>	198.129	7,5	11,2	40.727	47.221
<i>titoli</i>	25.366	1,4	1,4	6.217	-2.951
<i>azioni e partecipazioni</i>	177.599	11,4	10,1	38.759	9.822
Totale attività	1.763.305	100,0	100,0	119.864	49.275
PASSIVITÀ					
Passività sull'interno	3.036.288	90,8	91,1	158.767	91.167
Debiti a breve termine (3)	420.906	11,1	12,6	39.811	21.607
di cui: <i>bancari</i>	365.983	9,7	11,0	34.004	17.513
Debiti a medio e a lungo termine (4)	650.193	16,4	19,5	71.802	61.017
di cui: <i>bancari</i>	503.725	12,9	15,1	60.918	43.955
Titoli	48.517	1,5	1,5	5.450	-1.804
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	43.308	1,3	1,3	10.546	1.193
Azioni e partecipazioni	1.197.059	41,8	35,9	13.242	12.971
Debiti commerciali	550.387	15,3	16,5	29.515	-1.488
Altre passività finanziarie (5)	169.226	4,7	5,1	-1.053	-1.135
Passività sull'estero	298.433	9,2	8,9	18.919	15.040
di cui: <i>debiti commerciali</i>	29.079	0,8	0,9	-718	-115
<i>debiti finanziari</i>	137.299	3,2	4,1	13.669	22.090
<i>azioni e partecipazioni</i>	125.679	5,1	3,8	6.287	-6.043
Totale passività	3.334.721	100,0	100,0	177.686	106.207
SALDO	-1.571.416			-57.822	-56.932

(1) I dati si riferiscono al settore delle 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 prestiti cartolarizzati e i finanziamenti concessi dalle società di leasing. – (5) La voce è costituita da: conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

Composizione delle passività finanziarie delle imprese (1) (consistenze di fine periodo)							
PAESI E ANNI	Titoli (2)	Prestiti	Azioni e partecipa- zioni	Debiti commerciali e altre passività (3)	Per memoria:		
					Passività finanziarie	Attività finanziarie	
					di cui: debiti finanziari		
Quote percentuali sul totale				In rapporto al PIL			
Italia							
2006	2,2	28,8	49,9	19,1	2,25	0,70	1,21
2007	2,1	30,2	46,9	20,8	2,34	0,75	1,29
set. 2008	2,1	34,3	42,1	21,5	2,13	0,78	1,15
Francia							
2006	5,6	20,3	63,3	10,8	3,64	0,94	2,57
2007	5,2	21,5	62,6	10,6	3,75	1,00	2,59
set. 2008	6,0	26,7	55,2	12,1	3,20	1,05	2,30
Germania							
2006	2,8	33,2	49,1	14,9	1,74	0,63	1,10
2007	2,9	31,5	50,8	14,7	1,84	0,63	1,14
set. 2008	4,1	35,0	44,4	16,5	1,67	0,65	1,10
Spagna							
2006	0,4	32,4	50,8	16,4	3,67	1,20	2,21
2007	0,4	33,9	50,1	15,6	3,80	1,31	2,22
set. 2008	0,5	38,2	44,4	16,9	3,41	1,32	1,97
Area dell'euro (4)							
2006	3,1	29,4	55,8	11,8	2,68	0,87	1,68
2007	3,0	30,2	55,3	11,5	2,76	0,91	1,73
set. 2008	3,2	34,9	48,8	13,0	2,46	0,94	1,57
Regno Unito							
2006	9,9	29,8	56,1	4,2	2,79	1,11	1,28
2007	9,4	30,0	56,5	4,1	2,77	1,09	1,37
set. 2008	10,3	35,1	50,1	4,4	2,48	1,13	1,44
Stati Uniti (5)							
2006	9,0	14,8	57,7	18,5	2,93	0,70	1,18
2007	9,3	16,1	56,9	17,7	2,97	0,76	1,24
set. 2008	10,4	18,0	52,7	18,9	2,70	0,77	1,24
Giappone							
2006	5,4	24,1	51,7	18,8	3,12	0,92	2,02
2007	6,3	26,4	45,9	21,4	2,79	0,91	1,83
set. 2008	7,2	31,0	40,3	21,5	2,38	0,91	1,69

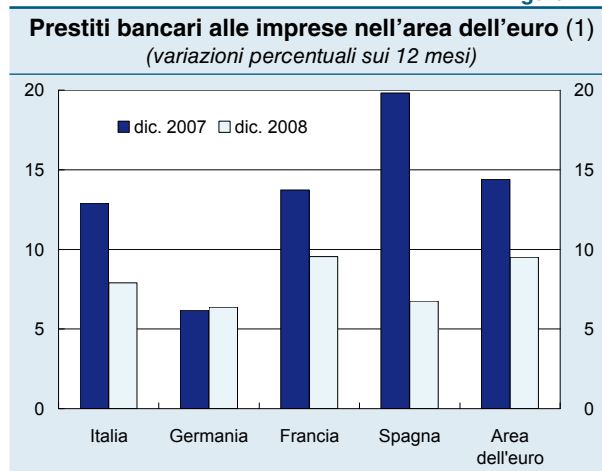
Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Eurostat e BCE per i paesi dell'area dell'euro; Central Statistical Office - United Kingdom National Accounts, (The Blue Book) per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, Flow of Funds Accounts of the United States e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti; Bank of Japan e Cabinet Office per il Giappone.

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. – (2) Comprendono anche gli strumenti derivati. – (3) Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione. – (4) I dati si riferiscono all'area composta da 15 paesi. – (5) Dati riferiti al settore nonfinancial business.

Il credito alle imprese. – La contrazione dell'attività produttiva è stata accompagnata da una forte decelerazione del credito. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese, calcolato tenendo conto delle cartolarizzazioni, si è portato in dicembre al 7,0 per cento, circa 5 punti in meno rispetto allo stesso mese del 2007; è sceso al 4,2 per cento nello scorso mese di marzo (tav. 14.8). La decelerazione è stata in linea con quella dell'area dell'euro (fig. 14.6). Rispetto al 2007, tra le maggiori economie dell'area il tasso di crescita dei prestiti è rimasto stabile solo in Germania, dove negli anni precedenti il credito era aumentato a ritmi molto più contenuti nel confronto con gli altri paesi.

Il rallentamento del credito ha in parte riflesso il calo della domanda di finanziamenti per gli investimenti. Nel corso dell'anno i fattori di offerta hanno assunto un peso crescente (cfr. il capitolo 16: *Le banche*).

Figura 14.6



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) I dati si riferiscono al settore delle società non finanziarie. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Tavola 14.8

VOCI	Credito alle imprese (1)								
	(variazioni percentuali sui 12 mesi)								
	Totale			Centro Nord			Mezzogiorno		
	dic. 07	dic. 08	mar. 09	dic. 07	dic. 08	mar. 09	dic. 07	dic. 08	mar. 09
Banche									
Branche di attività economica									
Industria manifatturiera (2)	6,6	3,9	0,3	6,5	4,4	1,0	7,3	0,2	-4,3
Costruzioni (2)	14,4	8,6	5,7	13,5	8,3	5,3	18,5	9,9	7,3
Servizi (2)	10,9	7,0	5,4	11,1	7,3	5,4	9,7	5,1	4,9
Altro (2)	32,1	11,9	5,3	37,4	12,5	4,9	5,0	8,7	8,1
Forme tecniche									
Conti Correnti	9,1	8,7	6,0	10,3	8,5	5,7	1,0	10,2	7,8
Mutui	11,5	7,4	5,6	11,2	7,9	6,0	13,2	5,1	3,7
Altro	14,4	4,7	0,9	14,8	5,2	1,0	11,2	1,0	-0,4
Totale (2) (3)	12,1	7,0	4,2	12,4	7,3	4,3	10,6	5,3	3,6
Società finanziarie									
Leasing (3)	13,0	9,5	10,3	12,3	8,4	8,9	18,8	17,9	21,9
Factoring e altro (3)	12,3	13,3	11,0	10,5	14,0	11,4	21,2	9,9	9,2
Totale (3)	12,8	10,5	10,5	11,8	9,8	9,5	19,7	15,0	17,4

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza per le banche, Centrale dei rischi per le società finanziarie.

(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2009 sono provvisori. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note Metodologiche*.

(2) Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile delle riclassificazioni. – (3) Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

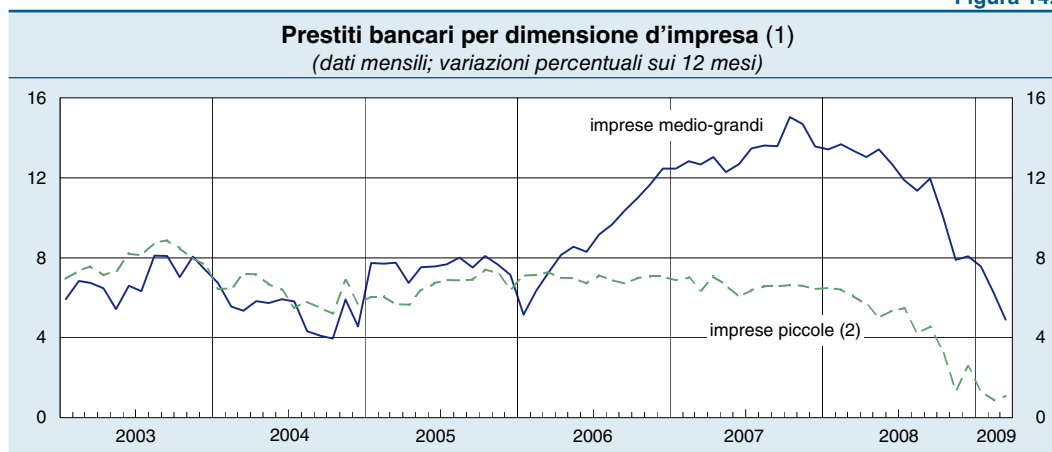
Indicazioni in tal senso provengono dalle risposte delle banche italiane partecipanti all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (Bank Lending Survey), che dall'inizio della crisi finanziaria segnalano un progressivo irrigidimento dei criteri di concessione dei finanziamenti alle imprese. L'inasprimento delle condizioni di offerta, che in una prima fase aveva riguardato soprattutto i margini, nei trimestri più recenti ha interessato anche le quantità di credito erogate, le scadenze e l'utilizzo di specifiche clausole contrattuali volte al contenimento del rischio.

Le politiche di erogazione dei prestiti sono divenute più selettive soprattutto nei principali gruppi bancari per i quali la decelerazione del credito è cominciata già nel 2007 ed è stata più intensa rispetto alle altre categorie di intermediari: nello scorso marzo i prestiti concessi dai cinque maggiori gruppi erano inferiori dello 0,7 per cento rispetto a un anno prima. Il credito erogato dalle altre banche, invece, ha iniziato a rallentare solo negli ultimi mesi del 2008 e nel marzo del 2009 superava del 10,0 per cento il livello dell'anno precedente.

I dati sulle imprese presenti negli archivi della Centrale dei bilanci indicano che nel 2008 i gruppi bancari maggiori hanno concentrato l'espansione del credito verso le imprese meno rischiose, in particolare quelle che al termine dell'anno precedente presentavano condizioni finanziarie più equilibrate. Le altre banche hanno in parte compensato tali andamenti, intensificando le erogazioni nei confronti di imprese finanziariamente più vulnerabili. Ne è derivato un significativo spostamento di quote di mercato tra le diverse categorie di intermediari, pari a circa 3 punti percentuali.

Nello scorso marzo la crescita dei prestiti bancari ha raggiunto valori particolarmente bassi nell'industria manifatturiera, soprattutto nel Mezzogiorno dove il tasso di variazione è divenuto negativo (tav. 14.8). Il credito al settore delle costruzioni, nonostante una forte decelerazione, aumenta ancora con ritmi superiori alla media. In tutti i comparti di attività economica i prestiti crescono meno per le aziende piccole rispetto a quelle di media e grande dimensione (a marzo 1,1 e 4,9 per cento, rispettivamente; fig. 14.7).

Figura 14.7



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di cartolarizzazioni, riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: Note metodologiche. - (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

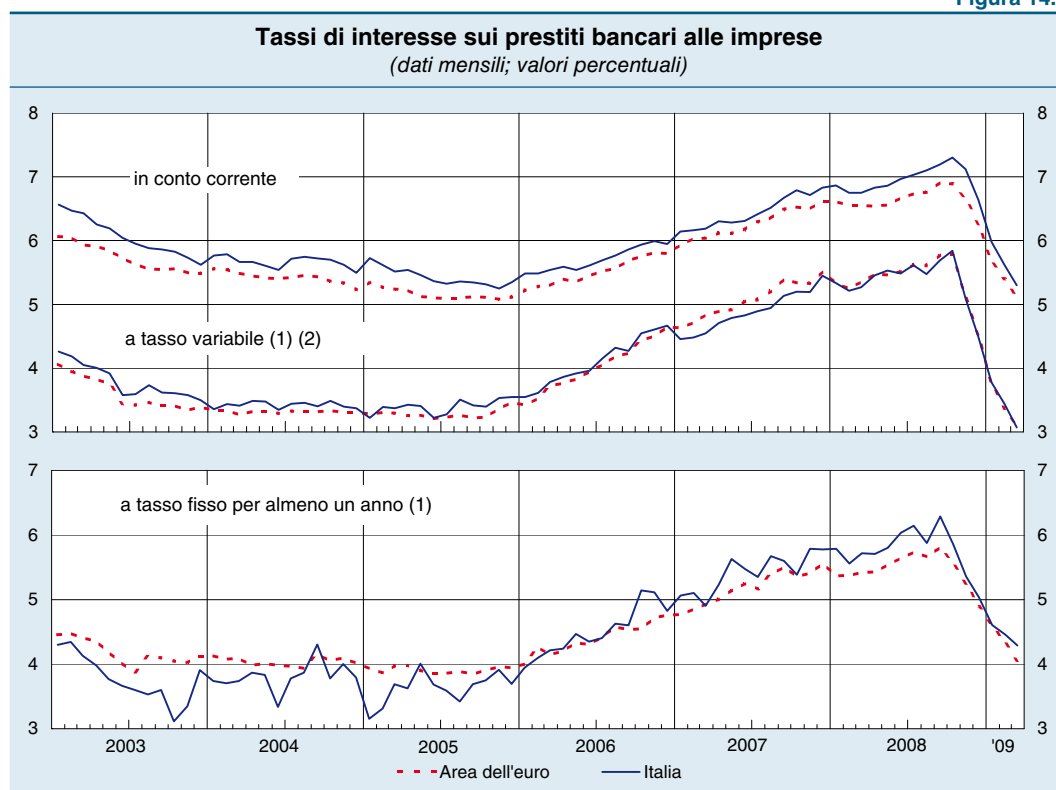
L'indagine Invind della Banca d'Italia fornisce evidenza delle accresciute difficoltà di accesso al credito. Circa un terzo delle società intervistate ha dichiarato di aver rilevato un inasprimento delle condizioni di indebitamento a partire dallo scorso ottobre: l'11 per cento delle imprese avrebbe ricevuto dai propri finanziatori una richiesta di rimborso anticipato del debito, mentre la quota di imprese che

sostiene di aver chiesto nuovi finanziamenti senza riuscire a ottenerli è salita all'8 per cento (3 per cento l'anno scorso), il valore più elevato dal biennio 1994-95. L'accesso al credito si è ristretto soprattutto nelle regioni meridionali e, a differenza che nella prima metà degli anni novanta, ha riguardato anche aziende di grande dimensione. I risultati di alcune stime mostrano inoltre che, a parità di altri fattori, la probabilità di avere restrizioni quantitative sul finanziamento bancario sarebbe maggiore per le imprese che già alla fine del 2007 presentavano condizioni finanziarie fragili.

I prestiti erogati dalle società finanziarie, che equivalgono a circa un decimo rispetto all'ammontare dei prestiti bancari, hanno mostrato solo una lieve decelerazione: la loro crescita è passata dal 12,8 per cento di dicembre 2007 al 10,5 dello scorso marzo (tav. 14.8). Risulta sostenuto, in particolare nel Centro Nord, l'aumento dei prestiti ottenuti a fronte della cessione di crediti commerciali alle società di factoring; è un canale di finanziamento che ha consentito alle imprese di allentare le tensioni di liquidità derivanti dall'allungamento dei tempi di incasso dei pagamenti.

Il costo del credito ha riflesso l'andamento dei tassi ufficiali, riducendosi significativamente a partire dallo scorso ottobre (cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Nel marzo del 2009 i tassi medi sulle aperture di credito in conto corrente sono scesi al 5,3 per cento; quelli sulle nuove operazioni a tasso fisso e variabile si sono attestati rispettivamente al 4,3 e al 3,1 per cento (fig. 14.8). I differenziali con l'area dell'euro si sono ridotti. Il calo del costo del credito è stato più marcato per le nuove operazioni di importo superiore a un milione di euro, rispetto a quelle di minor valore: la differenza, che in parte riflette il divario nei costi di accesso al credito tra piccole e grandi imprese, è salita a 1,3 punti percentuali (0,7 punti nello scorso settembre).

Figura 14.8



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Nuove operazioni. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

Anche il differenziale tra il tasso medio e quello minimo sui prestiti a breve termine è cresciuto, da 2,0 punti percentuali nel settembre 2008 a 2,7 nello scorso marzo. In presenza di un inasprimento delle condizioni di offerta e di una riduzione dei tassi ufficiali, l'aumento del differenziale rispecchia sia il più elevato premio per il rischio richiesto dalle banche, sia l'elevata reattività dei tassi applicati alle imprese con il miglior merito di credito.

Le condizioni finanziarie delle imprese. – Nel 2008, con l'aumento dell'indebitamento e il progressivo deterioramento del quadro congiunturale, le condizioni finanziarie delle imprese sono peggiorate. Sono cresciute innanzitutto le difficoltà di incasso dei pagamenti dovuti dai clienti. I ritardi di pagamento nelle transazioni tra imprese hanno rappresentato un canale rilevante attraverso il quale la crisi si è propagata all'interno del sistema produttivo (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Questo è accaduto anche in ragione dell'elevato peso del credito commerciale nei bilanci aziendali: le informazioni della Commissione europea presenti nell'archivio BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised), che aggrega dati di bilancio societari dei maggiori paesi dell'area, indicano che in Italia nel 2007 l'incidenza dei debiti verso i fornitori sul totale delle passività era del 31 per cento, contro circa il 22 in Francia, il 18 in Spagna, il 9 in Germania.

Analisi condotte sui titoli commerciali smobilizzati dalle imprese presso il sistema finanziario mostrano una forte accelerazione dei flussi di crediti che restano non pagati per oltre un mese dopo la scadenza: i tassi di variazione sui dodici mesi sono saliti dal 2 per cento circa dei primi mesi del 2008 a poco più del 20 per cento in dicembre; nel marzo del 2009 l'incremento è stato del 31 per cento. Considerando solo i crediti commerciali per i quali è possibile identificare il settore di appartenenza del debitore finale, la quota dei crediti scaduti sul totale di quelli vantati nei confronti di altre imprese è salita a marzo al 16,4 per cento, dal 14,2 di un anno prima; si sono intensificati soprattutto i ritardi di pagamento delle imprese del Mezzogiorno, dell'industria e di quelle con meno di 20 addetti.

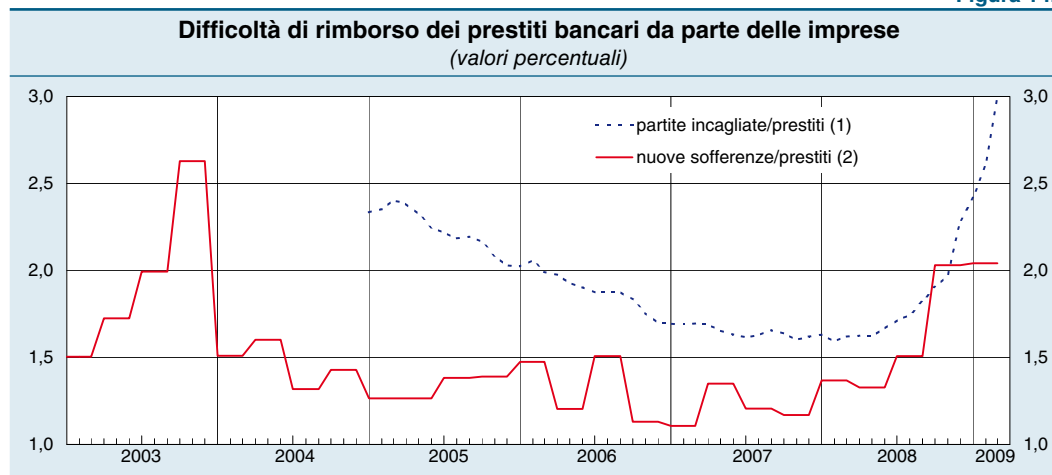
L'analisi dei dati della Centrale dei bilanci ha evidenziato che le condizioni finanziarie delle società italiane avevano mostrato segnali di peggioramento già nel 2007, per l'aumento del debito e dei tassi di interesse: la quota di imprese che presentava fattori di vulnerabilità in base a diversi indicatori di indebitamento, liquidità e redditività era salita di oltre un punto percentuale rispetto al 2006, attorno al 22 per cento del campione; l'aumento era stato maggiore nell'edilizia, nel terziario e nei comparti più tradizionali dell'industria manifatturiera, tutti caratterizzati da una contenuta dimensione media d'impresa. Nel 2007 le condizioni finanziarie apparivano migliori rispetto agli anni immediatamente precedenti alla recessione del 1993: il leverage era pari al 57,5 per cento nella media del biennio 1990-91, oltre 7 punti in più rispetto al valore di fine 2007. In quegli anni, tuttavia, gli elementi di debolezza nelle condizioni finanziarie si concentravano principalmente nelle imprese con meno di 50 addetti, mentre oggi l'incidenza delle aziende più vulnerabili non appare dissimile tra le classi dimensionali.

Le imprese hanno provato a contrastare le tensioni finanziarie riducendo le attività più facilmente liquidabili, il circolante, i depositi e i titoli pubblici; il calo è stato di 5 miliardi, a fronte di investimenti netti negli stessi strumenti pari a 25 miliardi nel 2007 (tav. 14.6). Nel complesso l'investimento netto in attività finanziarie, pari a 49 miliardi, si è più che dimezzato rispetto all'anno scorso.

Il peggioramento delle condizioni finanziarie delle imprese si è riflesso in una crescente difficoltà di rimborso dei prestiti bancari (fig. 14.9). Nel marzo del 2009 gli incagli (i crediti sui quali le banche rilevano una temporanea difficoltà di pagamento) sono saliti al 3,0 per cento dei prestiti, circa il doppio rispetto allo stesso mese del 2008; la quota di mutui su cui si registrano ritardi di pagamento di almeno 90 giorni è passata

dal 2,8 al 4,3 per cento. I problemi di rimborso appaiono maggiori tra le imprese piccole per le quali gli incagli e i mutui con ritardi di pagamento sono pari, rispettivamente, al 4,4 e al 6,2 per cento dei prestiti. Il flusso di nuove sofferenze, che risponde con gradualità alle dinamiche congiunturali (cfr. il capitolo 16: *Le banche*), ha raggiunto 4,6 miliardi nel primo trimestre del 2009, il 2,0 per cento dei prestiti vivi di inizio periodo (2,9 miliardi e 1,4 per cento nel primo trimestre del 2008).

Figura 14.9



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Dati mensili. Le partite incagliate sono esposizioni verso affidati in temporanea difficoltà. – (2) Dati trimestrali. Flusso di sofferenze rettificato annualizzato e rapportato ai prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente. Tutte le serie sono depurate dalla componente stagionale, dove presente. Cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Sofferenze rettificate.

La finanza delle imprese di maggiore dimensione. – Con il progredire della crisi finanziaria, nel corso del 2008 è divenuto più difficile e costoso anche l'accesso a fonti di finanziamento alternative al credito bancario, prevalentemente utilizzate dalle imprese di maggiore dimensione. L'aumento del grado di avversione al rischio degli investitori internazionali ha reso scarsamente praticabili interi segmenti dei mercati finanziari (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*).

Le emissioni lorde sul mercato obbligazionario internazionale si sono ridotte: sulla base di dati Dealogic, nel 2008 i collocamenti di società non finanziarie italiane sono stati pari a 4,1 miliardi, contro 12,7 nel 2007 (in media 15 miliardi tra il 2003 e il 2007). Non ci sono state emissioni di titoli high yield, caratterizzati da livelli di rischio e rendimento maggiori: nel corso del decennio questo comparto del mercato obbligazionario era cresciuto rapidamente, fino a raggiungere 6,5 miliardi di nuove emissioni nel 2006; l'anno successivo i collocamenti erano scesi a un miliardo e dall'inizio del 2008 a oggi il segmento è praticamente scomparso.

Al pari di quanto è accaduto nelle altre economie avanzate, in Italia si è osservato un aumento dei collocamenti nel primo trimestre del 2009, grazie alle emissioni dei gruppi ENI, Telecom Italia e Finmeccanica per un valore complessivo di 3,7 miliardi.

Tra il 2003 e il 2008 i collocamenti di titoli obbligazionari da parte di questi tre gruppi hanno rappresentato circa la metà delle emissioni delle società non finanziarie italiane sul mercato internazionale. Negli ultimi mesi questi gruppi hanno dovuto modificare in modo sostanziale le caratteristiche degli strumenti emessi per venire incontro all'accresciuta avversione al rischio degli investitori: in media la durata dei titoli è scesa a sei anni, dimezzata rispetto alla media del periodo 2003-07, e gli spread sui tassi di riferimento sono saliti da circa 100 punti base a oltre 500.

Una parte consistente del debito delle imprese di maggiore dimensione, oltre il 50 per cento per alcuni tra i maggiori gruppi industriali, è rappresentata da prestiti sindacati, finanziamenti erogati da un consorzio di banche e assimilabili alla raccolta di mercato poiché la maggior parte dei sottoscrittori eroga quote del prestito senza entrare in diretto contatto con le società finanziate. L'impatto della crisi su questo segmento del mercato finanziario è stato notevole, soprattutto per il ruolo rilevante ricoperto dalle grandi banche internazionali che hanno dovuto fronteggiare i maggiori problemi di liquidità. I dati di fonte Dealogic indicano che nel 2008 i flussi di prestiti sindacati alle imprese italiane si sono ridotti a 26 miliardi, circa la metà di quelli erogati nel 2007 (in media 40 tra il 2003 e il 2007). La contrazione è stata più pronunciata per i finanziamenti maggiormente rischiosi, come quelli concessi a imprese con elevato indebitamento (*leveraged loans*) e in particolare quelli connessi con le operazioni di leveraged buy-out, notevolmente calate nel corso dell'anno. Nel 2008 l'importo medio delle erogazioni si è dimezzato a poco più di 200 milioni; anche in questo caso può aver pesato l'accresciuta avversione al rischio degli intermediari, poiché operazioni piccole comportano per la banca capofila un più contenuto rischio di non riuscire a collocare quote del prestito presso altri sottoscrittori (*warehouse risk*).

Nei primi tre mesi del 2009 il mercato dei prestiti sindacati ha mostrato segnali di ripresa. I 18 miliardi di nuovi finanziamenti sono stati in larga parte destinati all'acquisizione di residui interessi di minoranza in Endesa da parte di Enel.

A seguito delle elevate emissioni degli anni precedenti, nei prossimi anni giungeranno a scadenza prestiti obbligazionari e sindacati per importi elevati, il cui rifinanziamento potrebbe risultare difficile se la fase di contrazione dell'offerta di fondi sul mercato internazionale dovesse persistere. Dati relativi a un campione di 14 grandi imprese, selezionate tra i principali prenditori, evidenziano rimborsi di prestiti obbligazionari e sindacati pari rispettivamente a 3,0 e 2,8 miliardi nella parte restante del 2009 e a 17,1 e 25,9 miliardi nel biennio 2010-11.

Le operazioni di fusione e acquisizione. – Secondo le rilevazioni di Thomson Reuters che censisce le operazioni principali, nel 2008 le società non finanziarie italiane hanno annunciato 189 fusioni o acquisizioni di interessi di maggioranza, per un valore di circa 10 miliardi (144 operazioni e 28 miliardi nel 2007). Sul confronto annuo ha pesato l'acquisizione di Endesa da parte di Enel nella prima metà del 2007; anche al netto di quest'ultima il valore unitario delle operazioni è diminuito. Nel primo trimestre del 2009 sono state annunciate 38 operazioni per circa 230 milioni, un importo contenuto rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

L'incidenza delle operazioni con controparti estere è rimasta elevata, attorno al 40 per cento: sono cresciute soprattutto le acquisizioni di imprese statunitensi e del Regno Unito, sostenute anche dal favorevole livello dei tassi di cambio tra l'euro e le valute di questi paesi. Per contro, le acquisizioni di società non finanziarie italiane da parte di imprese estere si sono ridotte da 16 miliardi nel 2007 a meno di 3 miliardi nel 2008.

L'impatto maggiore della crisi finanziaria sul mercato del controllo societario ha riguardato le operazioni più rischiose, i leveraged buy-out, in virtù dell'elevato ricorso al capitale di debito che esse implicano. Il valore delle operazioni realizzate da società italiane si è all'incirca dimezzato rispetto al 2007, a 1,8 miliardi. A partire dall'ultimo trimestre del 2008, in particolare, e fino allo scorso marzo le poche operazioni portate a termine hanno avuto importi unitari contenuti.

La raccolta del capitale di rischio e il private equity. – Nel 2008 l'aumento del patrimonio netto delle imprese è stato pari a 7 miliardi, 13 in meno rispetto all'anno precedente (tav. 14.6). Sul mercato azionario la raccolta di capitale di rischio è stata scoraggiata dall'andamento negativo delle quotazioni: l'ammontare degli aumenti di capitale presso la borsa da parte di società non finanziarie italiane è stato pari a 1,8 miliardi di euro, contro 2,8 nel 2007 (in media 4,3 miliardi tra il 2003 e il 2007); le operazioni di nuova quotazione sono state 6, contro 26 nel 2007. Da settembre a oggi se ne è registrata solo una, nello scorso mese di febbraio.

Sulla base dei dati diffusi dall'Aifi, nel 2008 gli investimenti in capitale di rischio delle società di private equity e venture capital in Italia sono cresciuti del 30 per cento, a 5,5 miliardi. L'aumento è stato più elevato per le operazioni relative alle imprese con oltre 250 addetti, che hanno assorbito l'80 per cento degli investimenti (75 per cento nel 2007); rispetto agli anni precedenti gli investimenti di importo rilevante hanno riguardato in misura minore le operazioni di buy-out e sono stati soprattutto indirizzati alla riduzione dei livelli di indebitamento di grandi società.

L'attività di investimento nel 2008 ha beneficiato della raccolta di fondi, pari a oltre tre miliardi, realizzata l'anno precedente dalle società di private equity e venture capital; si è trattato del livello più elevato dal 1999. Nel 2008, invece, la raccolta ha risentito della ridotta offerta sui mercati internazionali, diminuendo a 2,3 miliardi; il calo ha riguardato esclusivamente i fondi provenienti dall'estero, passati dal 57 al 18 per cento del totale.

L'offerta di capitale di rischio da parte delle società di private equity e venture capital risulta particolarmente utile nella fase di avvio dell'attività d'impresa o nel finanziamento dei comparti produttivi che sviluppano e utilizzano tecnologie avanzate, caratterizzati da un'elevata aleatorietà dei rendimenti. In Italia la quota degli investimenti complessivi indirizzata a tali operazioni resta tuttavia contenuta, pari al 2,1 per cento per le fasi iniziali dell'attività d'impresa e al 4,4 per cento per i settori dell'alta tecnologia. Tra il 2003 e il 2007, il rapporto tra gli investimenti di questo tipo e il PIL era di oltre 5 volte più basso in Italia rispetto alla media dei paesi europei.