

14. LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2009 le famiglie hanno investito in attività finanziarie percepite a basso rischio, proseguendo una tendenza di più lungo periodo. Rispetto all'anno precedente, la ripresa delle quotazioni sui mercati finanziari ha tuttavia favorito un maggiore interesse verso azioni e fondi comuni. Il rapporto tra ricchezza finanziaria netta e reddito disponibile si è ridotto rispetto ai livelli precedenti la crisi finanziaria, ma rimane alto nel confronto con la media dell'area dell'euro. La crescita dei prestiti bancari alle famiglie si è stabilizzata nella seconda parte del 2009 attorno al 3,5 per cento su base annua ed è aumentata nei primi mesi del 2010, principalmente per i mutui immobiliari che rappresentano la componente più importante del debito delle famiglie. Nel 2009 sono stati concessi prevalentemente mutui a tasso variabile, favoriti da un calo dei tassi di interesse molto più accentuato rispetto a quello dei contratti a tasso fisso. I dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia indicano che tra il 2006 e il 2008 è aumentata la quota di debito detenuta dai nuclei a basso reddito. In questa classe si concentrano le maggiori difficoltà di rimborso dei prestiti, che si sono riflesse in un incremento delle attività deteriorate degli intermediari creditizi.

Le condizioni finanziarie delle imprese sono notevolmente peggiorate per la concomitanza della forte contrazione dei flussi di reddito, dell'allungamento dei tempi di incasso delle vendite e delle difficoltà nell'accesso al credito. Ne hanno sofferto di più le imprese manifatturiere, quelle di minore dimensione e quelle che già alla vigilia della crisi presentavano elementi di debolezza nei bilanci, come un elevato debito o una bassa redditività. Il grado di indebitamento, non discosto da quello di altri importanti paesi, resta sui valori massimi degli ultimi dieci anni. I livelli contenuti dei tassi di interesse hanno finora contribuito ad arginare l'insorgere di crisi aziendali, pur occorse in numero elevato rispetto al passato. La struttura finanziaria, da sempre sbilanciata sul breve termine e sull'indebitamento a tasso variabile, è esposta ai rischi derivanti da eventuali aumenti dei tassi di interesse; l'incremento del costo del debito danneggerebbe soprattutto i comparti caratterizzati da ritardi nella ripresa dell'attività produttiva.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

Il saldo finanziario e la ricchezza. – Nel 2009 la riduzione del reddito disponibile delle famiglie, consumatrici e produttrici, si è riflessa in una diminuzione del risparmio (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Nell'anno si è osservata una forte flessione degli investimenti in attività reali e un calo dell'avanzo finanziario che è risultato pari a 50 miliardi di euro, il 3,3 per cento del PIL (tav. 14.1).

Tavola 14.1

Saldi finanziari (1) (milioni di euro e valori percentuali)				
SETTORI	2006	2007	2008	2009
Famiglie (2)	43.222	35.589	55.170	49.670
Società non finanziarie	-37.821	-54.751	-79.917	-36.454
Amministrazioni pubbliche	-48.762	-23.748	-39.846	-77.182
Istituzioni finanziarie monetarie	-12.302	22.910	4.624	12.391
Altri intermediari finanziari (3)	11.498	12.213	25.686	10.992
Imprese di assicurazione (4)	12.364	-20.351	-16.878	16.014
Resto del mondo	31.801	28.137	51.162	24.568
In percentuale del PIL				
Famiglie	2,9	2,3	3,5	3,3
Società non finanziarie	-2,5	-3,5	-5,1	-2,4
Amministrazioni pubbliche	-3,3	-1,5	-2,5	-5,1
Società finanziarie (5)	0,8	1,0	0,9	2,6
Resto del mondo	2,1	1,8	3,3	1,6
In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (6)				
Famiglie	1,7	0,2	2,1	3,0
Società non finanziarie	-1,8	-2,2	-4,2	-2,2
Amministrazioni pubbliche	-2,1	0,4	-1,3	-4,9

(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.

Nel 2009 il valore delle attività finanziarie è aumentato del 2,1 per cento, dopo essersi ridotto del 3,2 per cento nell'anno precedente. La ricchezza finanziaria al netto delle passività è risultata pari a 2,6 volte il reddito disponibile, un valore inferiore a quello precedente la crisi finanziaria, ma elevato nel confronto europeo (il dato per l'area dell'euro è 1,9; tav. 14.2).

Gran parte della ricchezza totale delle famiglie è costituita da attività reali (63 per cento), che sono pari a oltre cinque volte il reddito disponibile, uno dei valori più alti tra le principali economie. La ricchezza complessiva, al netto delle passività, è concentrata: il 10 per cento delle famiglie più facoltose ne possiede quasi il 45 per cento. La quota detenuta dal 60 per cento dei nuclei familiari meno abbienti è poco superiore a quella dell'1 per cento delle famiglie più ricche.

Le attività finanziarie. – Nel 2009 le famiglie hanno continuato a investire in attività finanziarie percepite come poco rischiose, ponendo comunque attenzione al rendimento offerto. Gli acquisti netti di strumenti emessi dalle banche, sebbene in calo rispetto al valore eccezionalmente alto del 2008 (95 miliardi), sono risultati ancora elevati, pari a 47 miliardi (tav. 14.3). Depositi e obbligazioni bancarie rappresentano quasi il 30 per cento della ricchezza delle famiglie. Sono stati di entità rilevante anche gli investimenti netti in polizze assicurative del ramo vita (24 miliardi, rispetto a un flusso negativo nel 2008), in particolare in quelle di tipo tradizionale con garanzie sul rendimento minimo (cfr. il capitolo 18: *L'attività degli investitori istituzionali*); assicurazioni, fondi pensione e TFR hanno raggiunto il 18 per cento delle attività. Nell'anno la raccolta postale netta è raddoppiata, esclusivamente nella componente dei libretti e buoni postali che offrono un rendimento più elevato rispetto al deposito in conto corrente. Il risparmio postale rappresenta poco meno del 10 per cento delle attività totali. Gli investimenti in titoli di Stato hanno riguardato soltanto quelli a medio e a

lungo termine, il cui peso sulla ricchezza totale è rimasto invariato al 5 per cento. Gran parte dei titoli di Stato a breve termine in scadenza non sono stati rinnovati a causa dei bassi rendimenti, dando luogo a un flusso netto negativo per 63 miliardi che ha quasi azzerato la quota di questo strumento nel portafoglio.

Tavola 14.2

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		Ricchezza finanziaria netta
			di cui: quote di fondi comuni					di cui: debiti finanziari		
in percentuale delle attività						in rapporto al reddito disponibile				
Italia										
2006	26,3	18,3	35,3	8,5	20,1	3,50	0,73	0,54	0,29	2,77
2008	30,0	21,8	28,0	4,6	20,1	3,24	0,77	0,57	0,32	2,47
2009	30,2	19,9	28,9	5,2	21,0	3,40	0,81	0,61	0,33	2,59
Francia										
2006	29,0	1,5	28,4	9,5	41,1	2,89	0,89	0,69	0,47	2,00
2008	31,0	1,6	23,0	8,3	44,4	2,69	0,94	0,74	0,52	1,75
2009	29,1	1,6	23,9	7,8	45,4	2,87	0,97	0,75	0,53	1,89
Germania										
2006	34,9	8,4	24,5	11,8	32,2	2,75	0,98	0,97	0,61	1,77
2008	39,2	7,4	19,2	11,4	34,3	2,65	0,92	0,91	0,57	1,73
2009	38,3	7,8	19,7	11,9	34,2	2,78	0,91	0,91	0,57	1,87
Spagna										
2006	36,1	2,6	44,7	11,5	16,7	2,93	1,31	1,23	0,86	1,62
2008	47,7	2,7	31,3	8,8	18,3	2,36	1,34	1,28	0,92	1,03
2009	47,5	2,6	31,8	8,5	18,2	2,42	1,31	1,25	0,90	1,11
Area dell'euro (3)										
2006	31,1	7,7	30,3	9,5	30,9	3,13	1,02	0,92	0,58	2,11
2008	36,5	8,4	22,3	7,6	32,8	2,81	1,04	0,94	0,59	1,76
2009	35,5	8,0	23,1	7,7	33,4	2,97	1,07	0,95	0,59	1,90
Regno Unito										
2006	25,9	0,9	15,9	4,3	57,3	4,63	1,67	1,53	1,10	2,96
2008	31,9	1,0	11,1	2,1	56,0	4,03	1,69	1,58	1,19	2,34
2009	28,6	0,6	13,2	2,0	57,5	4,33	1,59	1,50	1,16	2,75
Stati Uniti (4)										
2006	11,7	7,0	49,5	11,4	31,8	4,76	1,33	1,30	0,97	3,43
2008	15,2	9,4	43,7	12,0	31,7	3,86	1,31	1,29	0,97	2,55
2009	14,3	9,1	44,3	12,7	32,4	4,09	1,27	1,25	0,93	2,82
Giappone										
2006	49,8	4,7	16,2	3,9	29,2	4,97	1,28	1,06	0,58	3,69
2008	55,2	4,9	8,9	3,3	30,9	4,57	1,21	1,02	0,58	3,36
2009	54,8	5,0	10,0	3,5	30,2

Fonti: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: Banque de France e INSEE (Francia); Deutsche Bundesbank (Germania); Banco de España (Spagna); Eurostat e BCE (per i paesi dell'area dell'euro); Bank of England e Central Statistical Office (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti); Bank of Japan e Cabinet Office (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) I dati si riferiscono all'area composta da 16 paesi. - (4) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

Tavola 14.3

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2009	Composizione percentuale		2008	2009
		dic. 2008	dic. 2009		
ATTIVITÀ					
Biglietti e monete	106.636	2,8	3,0	10.546	7.062
Strumenti emessi dalle banche	1.036.779	28,4	28,8	94.822	46.994
di cui: <i>depositi a vista</i>	513.217	14,0	14,3	16.983	19.932
<i>altri depositi</i>	149.811	4,1	4,2	27.069	5.853
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	373.751	10,3	10,4	50.770	21.210
Depositi e altra raccolta postale (2)	313.885	8,4	8,7	9.584	17.948
Titoli di Stato	199.250	7,5	5,5	3.930	-59.978
di cui: <i>a breve termine</i>	28.459	2,7	0,8	13.899	-63.365
<i>a medio-lungo termine</i>	170.791	4,8	4,8	-9.969	3.388
Titoli di imprese a medio e a lungo termine	10.517	0,3	0,3	-3.044	142
Quote di fondi comuni	188.102	4,6	5,2	-64.633	8.365
di cui: <i>italiani</i>	135.349	3,5	3,8	-41.959	-480
<i>esteri</i>	52.753	1,0	1,5	-22.674	8.844
Azioni e partecipazioni	853.465	23,4	23,7	28.302	49.230
di cui: <i>italiane</i>	783.879	21,7	21,8	30.278	50.922
<i>estere</i>	69.586	1,7	1,9	-1.976	-1.692
Altre attività sull'estero	133.034	4,5	3,7	4.528	-24.429
di cui: <i>depositi</i>	1.349	0,7	0,0	3.023	-23.816
<i>titoli a breve termine</i>	3.094	0,1	0,1	251	1.147
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	128.592	3,7	3,6	1.255	-1.761
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	632.310	16,7	17,6	-5.494	28.643
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	383.752	9,7	10,7	-10.548	24.343
Altre attività (3)	120.805	3,5	3,4	3.530	-5.122
Totale attività	3.594.783	100,0	100,0	82.073	68.854
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (4)	59.859	6,6	7,0	-631	4.219
di cui: <i>bancari</i>	55.936	6,3	6,5	-768	3.104
Debiti a medio e a lungo termine (5)	581.453	67,0	67,6	17.999	18.253
di cui: <i>bancari</i>	440.380	49,5	51,2	8.888	25.378
Altre passività finanziarie (6)	218.642	26,4	25,4	9.535	-3.288
Totale passività	859.954	100,0	100,0	26.903	19.184
SALDO	2.734.829			55.170	49.670

(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) Crediti commerciali e altre partite minori. – (4) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (5) Includono anche i prestiti cartolarizzati, i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. – (6) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

Nell'anno vi sono stati anche segnali di ripresa degli investimenti in attività più rischiose, che hanno beneficiato dell'aumento dei corsi sui mercati finanziari. Si sono registrati significativi acquisti netti di azioni (49 miliardi) e si è interrotto il deflusso dal comparto dei fondi comuni che era stato particolarmente intenso a partire dal 2006. La raccolta netta dei fondi comuni è stata positiva per 8 miliardi e ha riguardato esclusivamente quelli di diritto estero. Alla fine del 2009 azioni e fondi comuni rappresentavano il 29 per cento delle attività finanziarie, una quota molto contenuta se confrontata con quella dell'inizio dello scorso decennio (45 per cento). Il calo è attribuibile sia a un mutamento di preferenze nelle scelte di investimento, sia a una riduzione del valore di questi strumenti. Sebbene la detenzione di queste attività rischiose sia in linea con quella dell'area dell'euro (23 per cento), in Italia è minore la presenza di fondi comuni e risulta più elevato il possesso di azioni, principalmente non quotate, e partecipazioni (tav. 14.2).

Le operazioni relative allo scudo fiscale hanno comportato l'emersione di attività verso l'estero per 95 miliardi (cfr. il capitolo 12: La bilancia dei pagamenti e la posizione patrimoniale sull'estero). Un terzo circa di tali attività, detenuto presso banche estere, è stato rimpatriato con liquidazione, dando luogo a una forte riduzione dei depositi esteri (tav. 14.3).

La distribuzione degli investimenti finanziari fra le famiglie. – Dall'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (IBF) emerge che nel 2008 circa una famiglia su dieci non deteneva alcuna attività finanziaria, mentre il 63 per cento possedeva esclusivamente un deposito bancario o postale. Soltanto il 16 per cento delle famiglie aveva investito in strumenti finanziari più rischiosi (21 per cento nel 2000). Il possesso di attività finanziarie aumenta al crescere del reddito familiare (tav. 14.4). In particolare, titoli di Stato, obbligazioni, fondi comuni e azioni sono poco presenti nelle classi di reddito più basse, tra le quali lo strumento più diffuso dopo il deposito è il buono fruttifero postale. Differenze significative si osservano anche in base all'area geografica di residenza della famiglia. Tra i residenti nelle regioni meridionali e nelle isole vi è una minore diffusione di tutte le attività finanziarie, ad eccezione dei buoni fruttiferi postali: solo il 75 per cento delle famiglie aveva un conto di deposito bancario o postale (89 per cento il dato per l'Italia) e il possesso di azioni era quasi assente.

Tavola 14.4

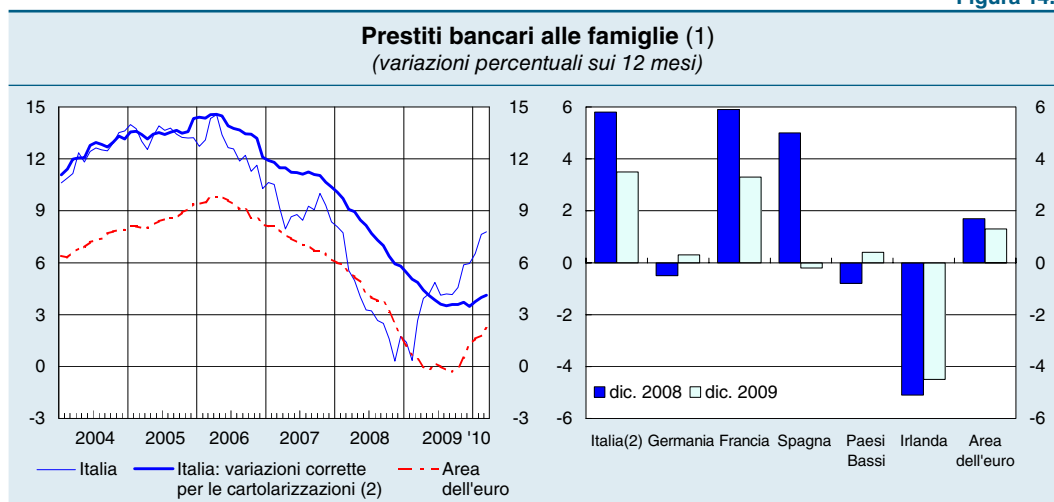
Possesso delle principali attività finanziarie a fine 2008 (1) (percentuali di famiglie)					
VOCI	Depositi	Buoni fruttiferi postali	Titoli di Stato	Obbligazioni e fondi comuni	Azioni e altre partecipazioni
Quinti di reddito familiare (2)					
1° quinto	64,6	2,7	1,5	0,6	0,3
2° quinto	87,1	5,4	4,7	4,0	1,2
3° quinto	95,3	6,2	7,6	6,8	3,9
4° quinto	98,6	7,4	13,6	13,3	6,9
5° quinto	99,5	8,1	18,6	30,6	17,8
Titolo di studio					
senza titolo	51,0	2,8	2,8	0,1	0,1
licenza elementare	80,0	4,3	7,4	3,5	1,9
media inferiore	90,9	5,8	7,9	7,8	4,4
media superiore	96,2	8,4	11,1	16,4	9,3
laurea	98,7	5,1	15,2	28,6	14,3
Condizione lavorativa					
Lavoratore dipendente	91,9	6,7	6,9	11,7	6,3
operaio	85,8	6,1	2,6	3,6	1,9
impiegato	98,0	7,5	10,1	17,1	8,3
dirigente, direttivo	99,8	6,6	16,4	32,4	21,1
Lavoratore indipendente	96,9	8,2	9,9	17,8	9,5
imprenditore, libero professionista	98,2	8,8	11,9	24,7	11,5
altro autonomo	95,8	7,7	8,3	12,1	7,8
Condizioni non professionali	83,2	4,4	11,7	8,3	4,8
pensionati	84,3	4,6	12,4	8,7	5,1
altri non occupati	67,5	2,2	2,3	2,7	0,0
Area geografica					
Nord	96,3	5,8	15,2	16,9	10,2
Centro	92,8	2,9	5,0	9,7	3,9
Sud e Isole	75,1	8,4	2,7	2,8	1,1
Totale	89,0	6,0	9,2	11,1	6,1

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Percentuali di famiglie che detengono attività finanziarie sul totale delle famiglie presenti nell'Indagine. Le caratteristiche individuali sono riferite al capofamiglia, inteso come il maggior percettore di reddito all'interno della famiglia. – (2) 1° quinto: fino a 15.370 euro; 2° quinto: da 15.370 euro a 22.442 euro; 3° quinto: da 22.442 euro a 30.717 euro; 4° quinto: da 30.717 euro a 44.502 euro; 5° quinto: oltre 44.502 euro.

L'indebitamento delle famiglie. – Nel 2009 i finanziamenti alle famiglie sono cresciuti del 3,5 per cento (5,8 per cento nel 2008). Nei primi mesi del 2010 l'espansione è apparsa più decisa, in particolare per i mutui immobiliari. L'andamento è risultato in linea con quello dell'area dell'euro, dove tuttavia la crescita è stata più contenuta (fig. 14.1).

Figura 14.1



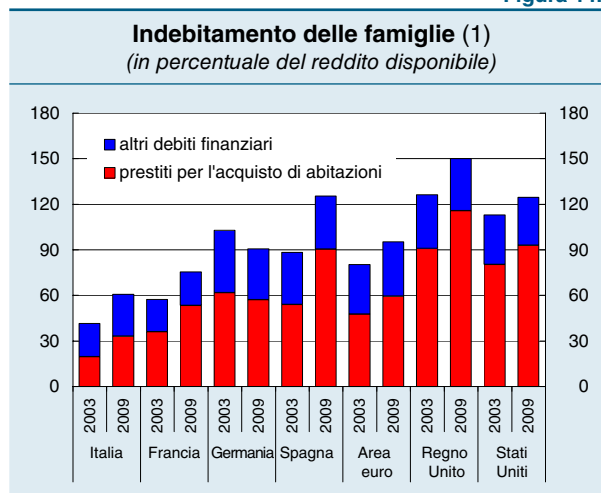
Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(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) I prestiti includono una stima di quelli non rilevati nei bilanci bancari perché cartolarizzati.

Alla fine del 2009 l'indebitamento finanziario complessivo delle famiglie ha superato il 60 per cento del reddito disponibile (relativo a tutti i nuclei familiari), con un aumento di quattro punti percentuali rispetto al 2008. Il grado di indebitamento rimane inferiore a quello dell'area dell'euro (95 per cento) e dei paesi anglosassoni (dove supera il 100 per cento). Le differenze sono spiegate per gran parte dai prestiti per l'acquisto di abitazioni, che rappresentano la componente principale del debito complessivo delle famiglie (fig. 14.2).

Il rapporto tra i prestiti per l'acquisto di abitazioni e il reddito disponibile è influenzato dalla diffusione di questa forma di debito, dall'importo medio del mutuo delle famiglie indebitate e dal reddito medio per famiglia. Il basso livello dell'indicatore in Italia riflette soprattutto il primo aspetto. In base ai dati dell'indagine EU-SILC (Eurostat) relativi al 2007, la percentuale di famiglie italiane che hanno un mutuo, pari al 13 per cento, è particolarmente bassa nel confronto con gli altri paesi europei, che presentano valori prossimi al 30 per cento in Francia, Germania e Spagna e pari o superiori al 40 per cento nel Regno Unito e nei Paesi Bassi.

Figura 14.2



Fonti: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: Banque de France e INSEE (Francia); Deutsche Bundesbank (Germania); Banco de España (Spagna); Eurostat e BCE (per i paesi dell'area dell'euro); Bank of England e Central Statistical Office (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti).

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e alle istituzioni senza scopo di lucro; per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Per gli Stati Uniti il dato si riferisce alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie.

I prestiti per l'acquisto di abitazioni. – Nel 2009 la crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è stata pari all'1,8 per cento, inferiore di oltre 3 punti rispetto all'anno precedente (tav. 14.5). Nei primi mesi del 2010 vi sono stati segnali di accelerazione, in presenza di una moderata ripresa della domanda di mutui e di condizioni di offerta che non hanno subito ulteriori inasprimenti (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). Nel 2009 le erogazioni di nuovi mutui sono state superiori ai 50 miliardi, in calo del 9 per cento rispetto al 2008, una riduzione simile a quella osservata per l'area dell'euro. La percentuale di nuovi mutui a tasso variabile è notevolmente aumentata, tornando su valori superiori all'80 per cento nei primi mesi del 2010 (64 per cento il dato medio del 2009), sospinta da un calo dei tassi di interesse su questi contratti molto più accentuato rispetto a quello dei mutui a tasso fisso (fig. 14.3).

Tavola 14.5

Credito alle famiglie consumatrici (1) (variazioni percentuali sui 12 mesi)					
VOCI	dicembre 2006	dicembre 2007	dicembre 2008	dicembre 2009	marzo 2010
Prestiti per l'acquisto di abitazioni					
Banche	15,1	11,8	5,4	1,8	2,1
Credito al consumo					
Banche	13,7	6,9	7,6	5,0	4,1
Società finanziarie	24,6	21,9	3,1	4,5	3,3
Totale banche e società finanziarie	18,5	13,9	5,4	4,7	3,6
Altri prestiti (2)					
Banche	5,6	12,4	8,1	7,3	10,1
Prestiti totali					
Totale banche e società finanziarie	14,3	12,3	5,6	3,3	3,7

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. I dati di marzo 2010 sono provvisori. Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Gli altri prestiti includono principalmente aperture di credito in conto corrente e mutui, soprattutto immobiliari con destinazione diversa dall'acquisto di abitazioni.

Al fine di contenere il rischio in capo ai mutuatari, nel 2009 numerose banche hanno proposto contratti che limitano l'incremento del servizio del debito. In base all'indagine condotta dalle Filiali della Banca d'Italia presso oltre 400 banche italiane, il 16 per cento dei nuovi mutui a tasso variabile è stato concesso con un limite massimo all'innalzamento dei tassi di interesse. Il 13 per cento delle erogazioni ha inoltre riguardato contratti di mutuo che consentono di estendere la durata o di sospendere temporaneamente i pagamenti senza costi aggiuntivi. Nel 2009 le famiglie hanno continuato a sostituire mutui esistenti con nuovi contratti al fine di ottenere migliori condizioni. Complessivamente questi contratti di mutuo hanno rappresentato il 19 per cento delle erogazioni (13 per cento nel 2008). Il peso delle surroghe, in cui un cliente sceglie una banca diversa da quella che ha erogato inizialmente il finanziamento, trasferendo l'ipoteca, senza modificare l'importo del mutuo e senza costi aggiuntivi, è raddoppiato (16 per cento delle erogazioni nel 2009); la quota delle sostituzioni di mutuo, che prevedono l'iscrizione di una nuova ipoteca con un costo per il cliente ma che consentono di accrescere l'ammontare del credito, è lievemente diminuita (al 3 per cento delle erogazioni, dal 5 per cento nel 2008). Le rinegoziazioni di condizioni contrattuali con la pro-

pria banca, che non comportano la stipula di un nuovo contratto, hanno invece interessato il 3 per cento dei mutui in essere (7,5 per cento nel 2008).

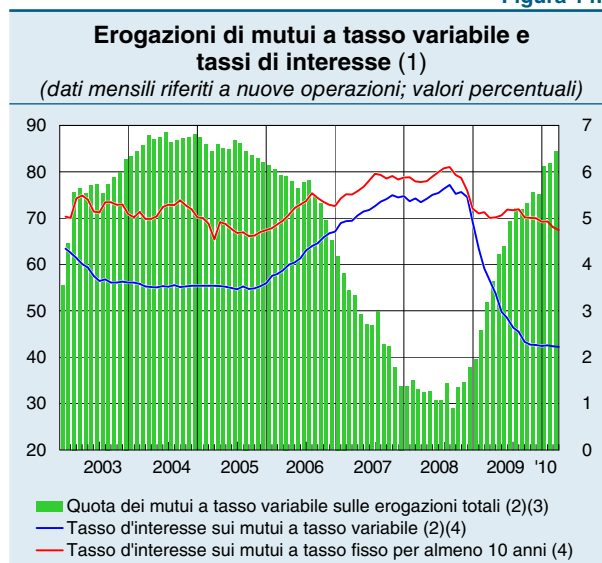
In Italia, come in altri paesi dell'area dell'euro, le famiglie che hanno fatto ricorso a un mutuo appartengono alle classi di reddito più elevate. Tuttavia, in base ai dati più recenti della IBF risulta che nel periodo 2006-08 è cresciuta la diffusione di questa forma di debito tra i nuclei familiari con un reddito basso (primo quartile di reddito equivalente). Per queste famiglie il mutuo è pari a tre volte il reddito rispetto a un rapporto prossimo all'unità nella classe di reddito più elevata. All'inizio dello scorso decennio

tali rapporti erano meno alti e le differenze fra le classi più contenute. Tuttavia, l'incidenza del mutuo sulle attività totali, una misura del leverage, pur essendo aumentata tra il 2006 e il 2008, ha raggiunto per il complesso delle famiglie con un mutuo un valore poco superiore al 20 per cento, in linea o inferiore a quello di altri paesi europei per i quali vi sono dati disponibili. Anche per le famiglie della classe di reddito più bassa il leverage non supera il 30 per cento.

I tassi di interesse sui mutui. – Nel 2009 i tassi di interesse sulle nuove erogazioni di mutui a tasso variabile sono molto diminuiti, raggiungendo alla fine dell'anno il 2,2 per cento. Il calo di 2,7 punti percentuali è stato in linea con quello del tasso di riferimento (Euribor a tre mesi) e più accentuato che nell'area dell'euro (fig. 14.4). Per i nuovi mutui a tasso fisso per oltre 10 anni il costo, pari al 4,9 per cento a fine anno, è diminuito di 0,3 punti, in linea con il calo dei tassi di riferimento (IRS a dieci anni), ma in misura più contenuta rispetto alla media dell'area dell'euro, dove la riduzione è stata di circa un punto percentuale. Per i mutui a tasso fisso il differenziale con l'area dell'euro, che si era quasi annullato alla fine del 2008, si è quindi nuovamente ampliato. Alla fine del 2009 la differenza tra il costo di un mutuo a tasso fisso per oltre 10 anni e quello di un contratto a tasso variabile era in Italia di 2,7 punti percentuali, circa un punto in più rispetto all'area dell'euro. Negli Stati Uniti i mutui a tasso fisso (30 anni) avevano un costo più alto di 0,7 punti percentuali rispetto a quelli a tasso variabile.

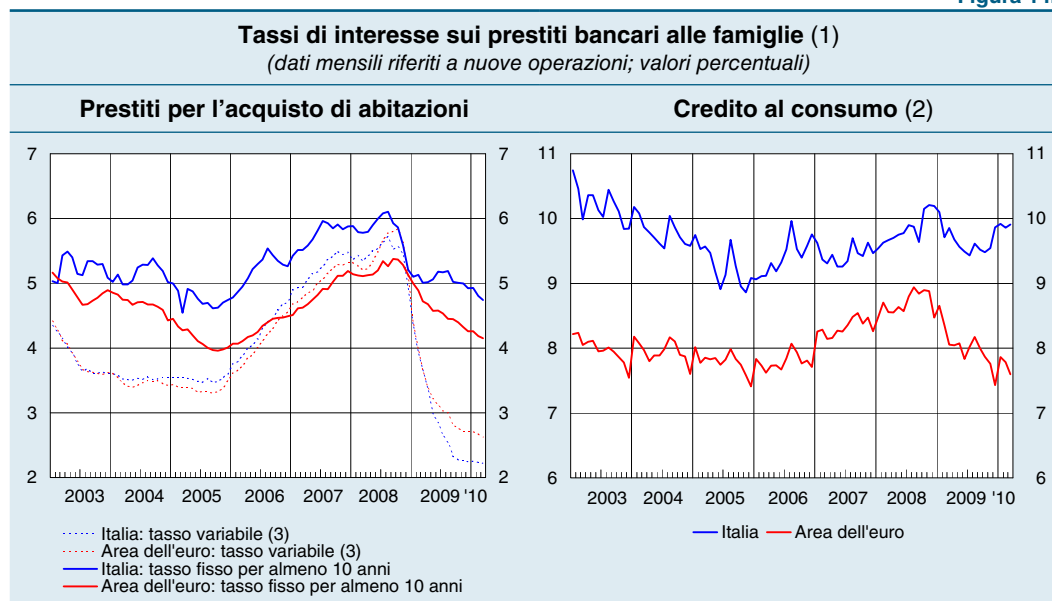
Nell'area dell'euro il costo dei contratti di mutuo a tasso fisso per oltre 10 anni è diminuito molto in Francia e in Spagna (più di un punto percentuale); in Germania il calo è stato simile a quello osservato in Italia. Rispetto a tutti e tre i paesi il differenziale è comunque pari o superiore a mezzo punto percentuale. Tra i principali paesi dell'area dell'euro solo nei Paesi Bassi il costo dei mutui a tasso fisso è maggiore che in Italia. L'evidenza è simile con riferimento ai tassi fissi per scadenze superiori all'anno. Negli Stati Uniti al contenimento del differenziale tra tassi fissi e tassi variabili dei mutui ha contribuito il programma di acquisto da parte della Riserva federale di titoli derivanti dalla cartolarizzazione di mutui ipotecari (mortgage-backed securities) garantiti dalle agenzie governative specializzate.

Figura 14.3



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno. – (3) Scala di sinistra. – (4) Scala di destra.



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni scopo di lucro al servizio delle famiglie. Contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) TAEG sulle nuove operazioni. Il TAEG è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative) ed è ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. – (3) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

Il credito al consumo. – Nel corso del 2009 l'espansione del credito al consumo è stata del 4,7 per cento, leggermente inferiore rispetto all'anno precedente (5,4 per cento); la decelerazione è continuata nei primi mesi del 2010 (tav. 14.5). Nell'anno è proseguita la contrazione del credito finalizzato, connessa con il calo della domanda di beni durevoli (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Sono al contrario aumentati i finanziamenti senza finalità specifica, in particolare quelli nella forma tecnica della cessione del quinto dello stipendio.

Dalla IBF risulta che tra il 2006 e il 2008 la percentuale di famiglie che hanno fatto ricorso al credito al consumo è aumentata tra i pensionati, tra le famiglie con un basso grado di istruzione e tra quelle con redditi non elevati. Vi ha contribuito l'estensione ai pensionati della possibilità di ottenere un finanziamento attraverso la forma tecnica della cessione del quinto (legge 14 maggio 2005, n. 80). La stessa legge ha inoltre esteso tale forma di finanziamento anche ai lavoratori assunti a tempo determinato e a quelli autonomi; l'allargamento ai dipendenti privati era già stato previsto nella legge finanziaria sul 2005 (legge 30 dicembre 2004, n. 311). Considerando anche le carte di credito con rimborso rateale e lo scoperto di conto corrente, nel 2008 poco meno di una famiglia italiana su cinque ha fatto ricorso a una forma di credito al consumo. Sia la carta di credito sia la possibilità di scoperto sono meno diffuse nelle famiglie con bassi livelli di reddito, ma vengono da esse utilizzate più frequentemente, nonostante il costo particolarmente elevato. Il rapporto mediano fra credito al consumo e reddito disponibile risulta pari a circa il 15 per cento per le famiglie che ricorrono a questo tipo di debito e non supera il 30 per cento nella classe di reddito più bassa.

Da un'analisi dei dati dell'indagine EU-SILC risulta che la gran parte delle famiglie dei principali paesi europei che ricorre al credito al consumo ha entrate correnti medio-alte, un capofamiglia relativamente giovane (fino a 54 anni) e con un buon livello di istruzione. Tuttavia, utilizza il credito al

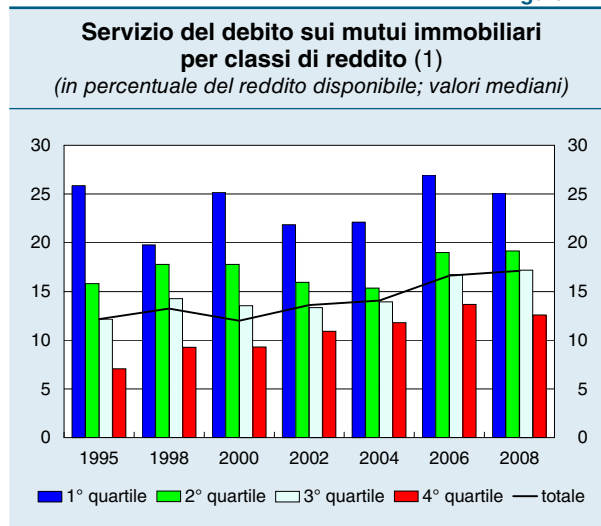
consumo anche un gruppo non trascurabile di famiglie che possono essere classificate come povere in base al reddito: esse rappresentano il 15 per cento di coloro che ricorrono a questa forma di debito nel nostro paese e tra il 9 e il 15 per cento negli altri principali paesi europei.

I tassi di interesse sul credito al consumo. – Nel 2009 il tasso di interesse bancario sulle operazioni di credito al consumo si è ridotto di 0,3 punti, al 9,9 per cento, a fronte di un calo nell'area dell'euro di un punto percentuale (fig. 14.4). Il differenziale con la media dei paesi dell'area si è quindi ampliato, superando i due punti percentuali alla fine del 2009. Il divario maggiore, pari a oltre tre punti, si osserva per le operazioni di credito al consumo a tasso variabile, che rappresentano circa un terzo delle erogazioni. Al contrario, le operazioni a tasso fisso per oltre cinque anni (un altro terzo delle erogazioni), di durata e presumibilmente di importo maggiore, sono caratterizzate da un tasso inferiore a quello dell'area dell'euro. È assai probabile che le operazioni a tasso variabile siano a più breve scadenza e di piccolo importo e possano essere pertanto caratterizzate da una più alta incidenza dei costi fissi. Tuttavia, in nessuno dei principali paesi dell'area dell'euro si osserva un differenziale fra tassi variabili e tassi fissi per oltre cinque anni di entità analoga a quella dell'Italia; frequentemente tale differenziale è negativo.

La percentuale elevata di famiglie in arretrato rappresenta una determinante importante dell'alto costo del credito al consumo nel nostro paese. In base ai dati dell'indagine EU-SILC, la quota di nuclei familiari in arretrato nel rimborso del credito al consumo varia fra il 3 e l'8 per cento nei principali paesi europei, con un picco del 15,6 per cento in Italia. Considerando solo i ritardi più gravi (superiori ai 90 giorni) rilevati nella IBF, la quota di famiglie in arretrato nel nostro paese diminuisce notevolmente, a circa un terzo (4,1 per cento). L'attività volta a ridurre i frequenti ritardi di breve periodo accresce i costi di recupero del credito degli intermediari creditizi; ciò si riflette sulle condizioni di offerta.

Vulnerabilità delle famiglie indebitate. – In seguito agli interventi di sostegno per coloro che avevano mutui a tasso variabile e alla ridefinizione delle condizioni contrattuali (cfr. il capitolo 14: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese* nella Relazione sull'anno 2008), le famiglie con un mutuo hanno superato la fase di consistente rialzo dei tassi di interesse del periodo 2006-08 con un aumento nel complesso contenuto dell'onere del debito. In base ai dati della IBF, l'incidenza sul reddito del servizio del debito per il mutuo relativo alla casa di residenza è aumentata tra il 2006 e il 2008 meno di un punto percentuale (dal 16,6 al 17,1 per cento; fig. 14.5). Nel 2009 si stima che essa si sia ridotta di oltre un punto, grazie al consistente calo dei tassi di interesse sui mutui.

Figura 14.5



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) La rata, che comprende gli interessi e il rimborso del capitale, si riferisce solo ai mutui per la casa di residenza e alle sole famiglie con questa tipologia di prestito. A denominatore il reddito include gli interessi pagati sul mutuo. Sono esclusi i debiti per ragioni professionali. Le famiglie sono suddivise in quartili in base al reddito equivalente, pari al reddito familiare diviso per la dimensione della famiglia, calcolata applicando la scala di equivalenza modificata dell'OCSE.

Per le famiglie della classe di reddito più bassa il servizio del debito relativo al mutuo per la casa di residenza risulta maggiore, pari al 25,1 per cento del reddito nel 2008, un dato non dissimile da quello di altri paesi dell'area dell'euro. Per queste famiglie si stima che nel 2009 l'incidenza del servizio del debito si sia ridotta in misura più contenuta rispetto all'insieme di coloro che hanno un mutuo. In questa classe di reddito una famiglia indebitata su quattro ha inoltre un servizio del debito totale particolarmente alto, superiore al 30 per cento del reddito (una famiglia su dieci fra tutti coloro che hanno un debito). In base alla IBF, la percentuale dei ritardi di rimborso oltre 90 giorni sia per i mutui sia per il credito al consumo è molto più elevata tra questi nuclei familiari a basso reddito. La quota di debito detenuta da tali famiglie risulta pari a poco meno del 20 per cento, in aumento di circa otto punti percentuali rispetto al 2006.

Per aiutare i nuclei familiari più vulnerabili, alla fine del 2009 l'Associazione bancaria italiana (ABI) ha siglato con le principali associazioni dei consumatori un accordo che prevede per le famiglie in difficoltà la sospensione per almeno dodici mesi del rimborso delle rate dei mutui garantiti da ipoteca su immobili residenziali destinati all'abitazione principale. La moratoria può essere richiesta fino a gennaio del 2011 dai nuclei familiari in cui uno dei cointestatari del mutuo ha subito la perdita del posto di lavoro, la sospensione dal lavoro o la riduzione dell'orario di lavoro per almeno 30 giorni, oppure è deceduto o non è più autosufficiente. La moratoria riguarda mutui di importo fino a 150.000 euro nei casi in cui il reddito del singolo mutuatario non sia superiore a 40.000 euro. In base ai dati rilevati dall'ABI, fra febbraio e marzo del 2010 le banche hanno sospeso il rimborso di mutui a oltre 10.000 famiglie, il cui debito residuo è pari a circa un miliardo.

Le maggiori difficoltà di rimborso dei prestiti si sono riflesse in un aumento delle attività deteriorate degli intermediari creditizi. L'incremento è stato più marcato per le società finanziarie, che alle famiglie erogano pressoché esclusivamente credito al consumo. La quota di prestiti incagliati, su cui gli intermediari riscontrano seri problemi di rimborso giudicati tuttavia ancora temporanei, ha raggiunto il 2,8 per cento nel marzo del 2010, 0,4 punti percentuali in più rispetto a un anno prima. Sono aumentate anche le insolvenze: il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai crediti bancari è salito di 0,3 punti percentuali nel 2009, raggiungendo l'1,4 per cento nel quarto trimestre, senza subire ulteriori variazioni nei primi tre mesi del 2010 (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*). Il tasso di insolvenza è sinora risultato inferiore al picco della recessione dei primi anni novanta, quando aveva superato il 2 per cento. In prospettiva, grava sulla capacità di rimborso dei prestiti la difficile situazione del mercato del lavoro, che avrà conseguenze sulla dinamica del reddito disponibile (cfr. il capitolo 9: *Il mercato del lavoro*).

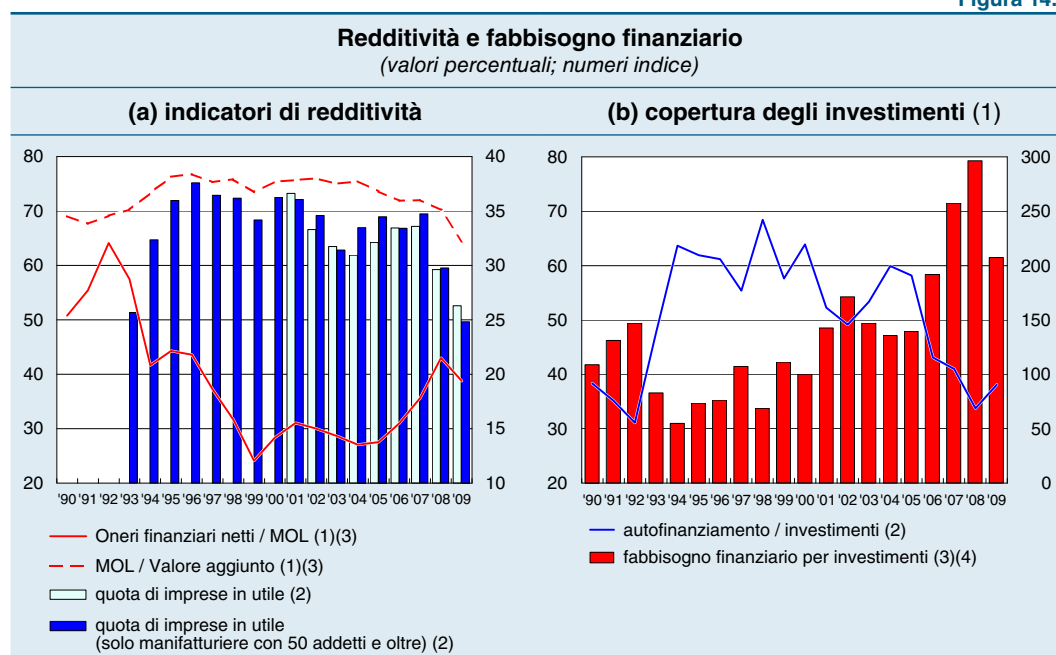
Le condizioni e le scelte finanziarie delle imprese

Redditività, autofinanziamento e fabbisogno finanziario. – Nel 2009 la forte contrazione dei flussi di reddito ha rappresentato la principale fonte di tensione per le condizioni finanziarie delle imprese italiane. Sulla base dei dati di contabilità nazionale, il margine operativo lordo (MOL) delle società non finanziarie si è ridotto del 14,2 per cento, raggiungendo in rapporto al valore aggiunto livelli inferiori a quelli osservati durante la recessione del 1992-93 (fig. 14.6.a).

Il calo dei tassi di interesse ha consentito di ridurre il peso degli oneri finanziari che, pur restando elevati rispetto alla media del decennio, sono scesi di oltre due punti percentuali in rapporto al MOL (19,4 per cento). Il basso costo del debito si sta rivelando un fattore essenziale per la tenuta delle condizioni finanziarie delle imprese: nel

biennio 1992-93, in presenza di un peso degli oneri finanziari attorno al 30 per cento del MOL, la crescita delle insolvenze aziendali fu superiore a quella attuale.

Figura 14.6



La caduta dei profitti è confermata dai risultati dell'indagine Invind, condotta nei primi mesi dell'anno dalla Banca d'Italia presso un campione di imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti. La quota di imprese che hanno dichiarato di chiudere l'esercizio 2009 con un risultato positivo è calata al 53 per cento (65 nella media tra il 2001 e il 2008). Il peggioramento, marcato in molti comparti del manifatturiero, ha interessato anche le aziende di maggiore dimensione.

Nonostante il forte calo degli investimenti (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*), la capacità delle imprese di sostenerne la spesa utilizzando le risorse finanziarie interne è rimasta molto contenuta, seppur in lieve miglioramento rispetto al 2008 (fig. 14.6.b). In termini di volumi, si stima che il fabbisogno finanziario generato dall'attività di accumulazione del capitale si sia sensibilmente ridotto rispetto all'anno precedente; il disavanzo finanziario delle imprese si è attestato a 36 miliardi (tav. 14.6).

Per molte imprese durante la crisi si è ampliato il fabbisogno finanziario legato al capitale circolante. Le esigenze di finanziamento sono cresciute con l'allungarsi dei tempi di pagamento nelle transazioni commerciali, comportando maggiori sfasamenti tra entrate e uscite monetarie; ne hanno maggiormente risentito le imprese più piccole e contrattualmente più deboli. Tutte le indagini presso le imprese condotte dalla Banca d'Italia negli ultimi due anni hanno evidenziato che il fabbisogno di capitale circolante ha rappresentato la principale motivazione del ricorso al credito da parte di chi ha incrementato la domanda di prestiti bancari.

Dai dati di Invind emerge che nel 2009 i crediti commerciali sono saliti di circa due punti percentuali rispetto al 2008, al 25 per cento del fatturato. La durata complessiva delle dilazioni, risentendo principalmente degli accresciuti ritardi, è passata da 97 a 102 giorni; le imprese di minore dimensione e quelle

dei servizi hanno subito i maggiori allungamenti dei tempi di pagamento da parte dei propri clienti. Ad accentuare le tensioni finanziarie influisce l'ammontare strutturalmente elevato dei pagamenti pendenti da parte delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il capitolo 13: La finanza pubblica). Le informazioni della Centrale dei rischi sui debitori dei titoli smobilizzati presso il sistema finanziario indicano che le imprese che hanno ritardato maggiormente i pagamenti nel 2009 sono quelle industriali, di piccole dimensioni e localizzate nel Mezzogiorno.

Tavola 14.6

Attività e passività finanziarie delle imprese (1) (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2009	Composizione percentuale		2008	2009
		dic. 2008	dic. 2009		
ATTIVITÀ					
Attività sull'interno	1.164.557	68,4	66,0	-25.088	-35.418
Biglietti e depositi a vista	187.462	10,1	10,6	1.481	12.395
Altri depositi	15.499	1,0	0,9	337	-1.476
Titoli a breve termine	1.214	0,1	0,1	1.017	-1.171
Titoli a medio e a lungo termine	50.630	2,4	2,9	-243	18.955
di cui: <i>pubblici</i>	34.636	1,8	2,0	665	5.133
di cui: <i>imprese</i>	2.270	0,1	0,1	1.067	4.051
Azioni e partecipazioni	326.235	20,1	18,5	-19.424	-48.392
Quote di fondi comuni	1.894	0,1	0,1	-582	-7
Crediti commerciali	511.082	30,8	29,0	-7.098	-19.669
Altre attività finanziarie (2)	70.543	3,8	4,0	-576	3.949
Attività sull'estero	599.075	31,6	34,0	45.859	14.466
di cui: <i>depositi</i>	58.708	2,7	3,3	-5.420	12.882
<i>crediti commerciali</i>	53.410	3,3	3,0	-1.270	-3.664
<i>crediti finanziari a breve termine</i>	200.517	11,4	11,4	47.221	3.240
<i>titoli</i>	25.332	1,5	1,4	-2.950	264
<i>azioni e partecipazioni</i>	252.470	12,2	14,3	9.822	1.523
Totale attività	1.763.632	100,0	100,0	20.771	-20.952
PASSIVITÀ					
Passività sull'interno	3.022.600	88,9	86,8	84.665	-19.759
Debiti a breve termine (3)	402.038	12,1	11,5	21.464	-17.683
di cui: <i>bancari</i>	357.304	10,5	10,3	17.370	-8.536
Debiti a medio e a lungo termine (4)	635.141	18,6	18,2	60.401	-14.742
di cui: <i>bancari</i>	491.780	14,4	14,1	43.758	-10.078
Titoli	38.044	1,0	1,1	-2.556	6.580
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	33.062	0,8	0,9	441	6.806
Azioni e partecipazioni	1.250.754	36,7	35,9	15.271	25.541
Debiti commerciali	521.512	15,5	15,0	-10.290	-20.071
Altre passività finanziarie (5)	175.110	5,0	5,0	376	616
Passività sull'estero	458.442	11,1	13,2	16.024	35.261
di cui: <i>debiti commerciali</i>	24.557	0,8	0,7	-898	-3.739
<i>debiti finanziari</i>	183.582	4,5	5,3	23.626	23.139
<i>azioni e partecipazioni</i>	247.247	5,7	7,1	-6.043	15.027
Totale passività	3.481.042	100,0	100,0	100.689	15.502
SALDO	-1.717.410			-79.917	-36.454

(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) 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) Conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

L'indebitamento e la struttura finanziaria. – Alla fine del 2009 i debiti finanziari delle imprese risultavano pressoché invariati rispetto a un anno prima (tav. 14.6). La decelerazione rispetto agli anni precedenti è in larga parte dovuta al calo dei prestiti concessi da banche italiane, scesi dal 69 al 67 per cento dei debiti finanziari, a fronte di un incremento delle emissioni obbligazionarie e dei debiti verso finanziatori esteri. Il grado di indebitamento rimane su livelli elevati rispetto al passato (fig. 14.7): il leverage, pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto ai valori di mercato, si è attestato al 45,7 per cento. Le imprese sono fortemente esposte a eventuali incrementi dei tassi di mercato: sono elevate sia l'incidenza dei debiti a breve termine sul totale (42 per cento) sia la quota dei contratti a tasso variabile sui debiti a lunga scadenza (94 per cento dei prestiti erogati tra il 2004 e il 2009).

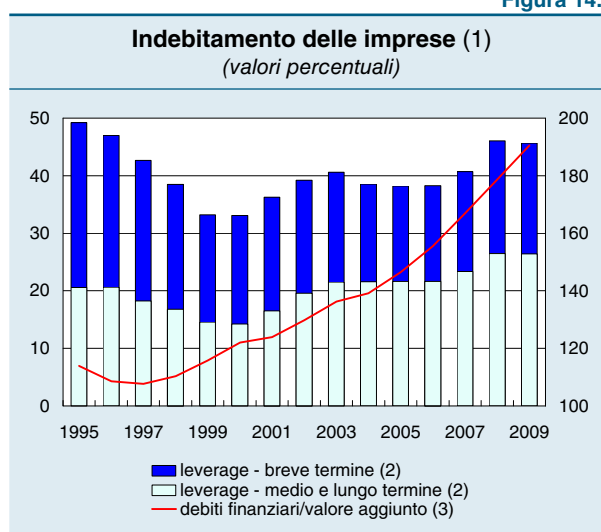
Analisi basate sui dati della Centrale dei bilanci indicano che le imprese italiane sono giunte alla vigilia della crisi in condizioni finanziarie meno fragili rispetto a quelle prevalenti prima della recessione del 1992-93. All'inizio degli anni novanta il leverage risultava di oltre cinque punti percentuali maggiore rispetto al periodo 2007-08; l'impatto del debito sui conti economici era amplificato dai più elevati tassi di interesse. Tra le imprese più fragili – individuate in base all'indicatore di rischio calcolato dalla Centrale dei bilanci (Z-score) – quelle di maggiore dimensione risultano relativamente più numerose nel biennio 2007-08 rispetto all'inizio dello scorso decennio.

Alla fine del 2009 le imprese italiane presentavano un leverage di quattro punti percentuali inferiore rispetto a quello della Spagna, in linea con la Germania e il Regno Unito e più elevato di circa dieci punti rispetto alla Francia e agli Stati Uniti. In rapporto al PIL, i debiti finanziari risultavano in Italia contenuti nel confronto internazionale (tav. 14.7). Rispetto a tutti gli altri paesi il debito delle nostre imprese si caratterizza per la più elevata quota di finanziamenti a breve termine e per la maggiore dipendenza dal credito bancario.

Gli elementi di debolezza della struttura finanziaria delle imprese italiane non sembrano ascrivibili alla diversa composizione settoriale e dimensionale del nostro sistema produttivo nel confronto internazionale. Un'analisi su circa 500.000 bilanci dell'archivio Amadeus (Analyse Major Databases from European Sources) relativi a imprese appartenenti a 13 paesi europei nel periodo 2004-07 conferma che, a parità di dimensioni aziendali e di attività economica, le imprese italiane si distinguono principalmente per un maggiore indebitamento (rispetto sia al fatturato, sia al capitale di rischio) e per una quota più elevata di debiti a breve termine, oltre che per una più limitata capacità di generare reddito dalla gestione operativa.

Il credito alle imprese. – La diminuzione del flusso di credito alle imprese ha rappresentato uno dei principali connotati della crisi e ha contribuito ad accentuare le tensioni finanziarie soprattutto tra le imprese più fragili e di minore dimensione. Nel 2009 i presti-

Figura 14.7



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(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*. – (2) Scala di sinistra. Il leverage è pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato. – (3) Scala di destra. Il valore aggiunto per il 2009 è stimato sulla base della contabilità annuale.

ti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici sono diminuiti di circa 28 miliardi, del 3,0 per cento sui dodici mesi; il calo è proseguito nei mesi più recenti (-2,9 per cento nel marzo del 2010; fig. 14.8). La riduzione dei prestiti è stata marcata tra le imprese di media e grande dimensione, anche per la scelta di alcuni grandi gruppi industriali di sostituire parte del debito bancario con fonti di finanziamento alternative. I prestiti hanno registrato una forte contrazione per le imprese manifatturiere, maggiormente colpite dalla recessione (-9,3 per cento a marzo; tav. 14.8); in tutti i settori la dinamica del credito è risultata più sostenuta nelle regioni meridionali rispetto al Centro Nord.

Tavola 14.7

Composizione delle passività delle imprese (1) (consistenze di fine periodo)								
PAESI E ANNI	Titoli (2)	Prestiti	Azioni e parteci- pazioni	Debiti commerciali e altre passività (3)	Passività			Per memoria: Attività finanziarie
					di cui: debiti finanziari (4)			
							di cui: a breve termine	
	in percentuale delle passività				in rapporto al PIL			
Italia								
2006	2,2	28,8	49,9	19,1	2,25	0,70	0,30	1,16
2008	2,1	30,2	46,8	20,8	2,34	0,76	0,32	1,25
2009	2,6	33,8	43,0	20,6	2,29	0,83	0,35	1,16
Francia								
2006	5,4	20,2	63,3	11,1	3,76	0,96	0,32	2,64
2008	6,0	27,2	53,1	13,7	3,11	1,03	0,34	2,24
2009	5,8	24,3	57,2	12,7	3,58	1,08	0,37	2,61
Germania								
2006	2,7	33,1	49,0	15,2	1,73	0,62	0,16	1,09
2008	3,5	37,1	41,6	17,9	1,59	0,64	0,17	0,97
2009	3,4	35,7	43,7	17,2	1,69	0,66	0,15	1,10
Spagna								
2006	0,4	32,4	50,9	16,3	3,68	1,20	0,23	2,22
2008	0,7	40,9	40,9	17,5	3,27	1,36	0,23	1,91
2009	0,8	40,9	42,0	16,3	3,37	1,41	0,19	1,94
Area dell'euro (5)								
2006	2,9	28,8	55,4	12,9	2,79	0,89	0,28	1,75
2008	3,3	35,9	45,8	15,1	2,50	0,98	0,31	1,60
2009	3,4	33,6	49,1	13,9	2,76	1,02	0,30	1,78
Regno Unito								
2006	9,8	29,7	56,1	4,4	2,78	1,10	0,48	1,28
2008	10,3	36,9	48,1	4,6	2,42	1,14	0,54	1,53
2009	12,4	30,3	53,0	4,3	2,72	1,16	0,45	1,51
Stati Uniti (6)								
2006	8,8	14,6	58,5	18,1	2,94	0,69	0,20	1,16
2008	11,2	19,5	47,7	21,5	2,54	0,78	0,24	1,23
2009	11,5	17,3	50,4	20,9	2,65	0,76	0,21	1,24
Giappone								
2006	5,4	24,1	51,7	18,8	3,12	0,92	...	2,02
2008	8,1	35,6	34,5	21,8	2,25	0,98	...	1,55
2009	7,9	33,2	37,6	21,4	2,44	1,00	...	1,72

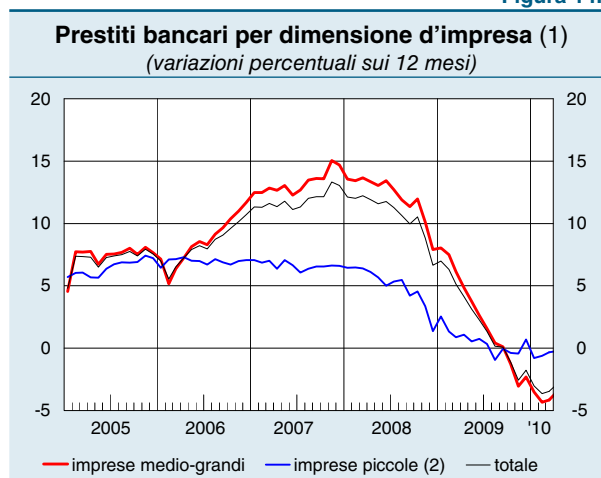
Fonti: Banca d'Italia e Istat per i dati italiani. Per gli altri paesi: Banque de France e INSEE (Francia); Deutsche Bundesbank (Germania); Banco de España (Spagna); Eurostat e BCE (area dell'euro); Central Statistical Office (Regno Unito); Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis (Stati Uniti); Bank of Japan e Cabinet Office (Giappone).

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Includono anche gli strumenti derivati. - (3) Includono le riserve tecniche di assicurazione, i fondi pensione e altre partite minori. - (4) Titoli e prestiti. - (5) I dati si riferiscono all'area composta da 16 paesi. - (6) Dati riferiti al settore *nonfinancial business*. I debiti finanziari a breve termine includono gli *open market papers*. I *corporate bonds* sono attribuiti interamente ai debiti a lungo termine.

Sull'andamento dei prestiti ha pesato l'adozione di politiche di offerta restrittive soprattutto da parte dei gruppi bancari più grandi (cfr. il capitolo 17: *L'attività delle banche e degli intermediari finanziari*): nel marzo del 2010 per i cinque gruppi di maggiore dimensione i finanziamenti sono scesi del 5,0 per cento.

Analisi condotte su ampi campioni di imprese indicano che la diminuzione del credito nel 2009 è risultata più intensa per le aziende che presentavano già prima della crisi condizioni di bilancio meno equilibrate, come un elevato indebitamento o una bassa redditività. Per i cinque maggiori gruppi bancari la riduzione dei prestiti è stata generalizzata e, rispetto al 2008, si è estesa anche alle imprese con bilanci più solidi; per le altre banche, invece, il calo ha riguardato esclusivamente le aziende finanziariamente più fragili. La presenza di relazioni più strette con gli intermediari ha favorito una tenuta dei flussi di credito: le imprese hanno incontrato minori difficoltà a finanziarsi se, a parità di altre condizioni, avevano concentrato maggiormente il proprio indebitamento su poche banche o avevano ricevuto un ammontare di prestiti relativamente elevato dalla banca principale.

Figura 14.8



(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 della 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.

Tavola 14.8

Credito alle imprese (1) (variazioni percentuali sui 12 mesi)									
VOCI	Totale			Centro Nord			Mezzogiorno		
	dic. 2008	dic. 2009 (2)	mar. 2010	dic. 2008	dic. 2009 (2)	mar. 2010	dic. 2008	dic. 2009 (2)	mar. 2010
Banche									
Branche di attività economica (3)									
Industria manifatturiera	3,8	-8,9	-9,3	4,4	-9,3	-9,9	0,2	-5,5	-3,6
Costruzioni	8,6	-1,1	-1,4	8,3	-2,0	-2,2	9,8	2,5	1,4
Servizi	6,9	-0,5	-0,6	7,3	-0,9	-1,1	4,2	2,1	2,7
Altro	11,9	-4,5	-2,2	12,4	-5,8	-3,3	8,7	4,3	5,7
Forme tecniche									
Conti Correnti	8,5	-6,9	-6,4	8,5	-7,5	-7,1	8,2	-2,0	-1,4
Mutui	7,4	5,6	5,9	7,9	5,7	5,9	5,1	4,9	5,7
Altro	4,8	-12,0	-12,8	5,3	-12,8	-13,7	1,0	-5,9	-5,2
Totale (3) (4)	7,0	-3,0	-2,9	7,3	-3,6	-3,5	5,3	0,5	1,3
Società finanziarie (4)									
Leasing e altro	9,6	5,6	6,0	8,6	5,8	5,4	16,5	4,5	3,4
Factoring	13,0	-2,2	-2,5	14,0	-2,0	-2,3	9,9	-3,5	-3,7
Totale	10,4	4,2	4,4	9,7	4,3	4,8	15,1	3,0	2,2

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

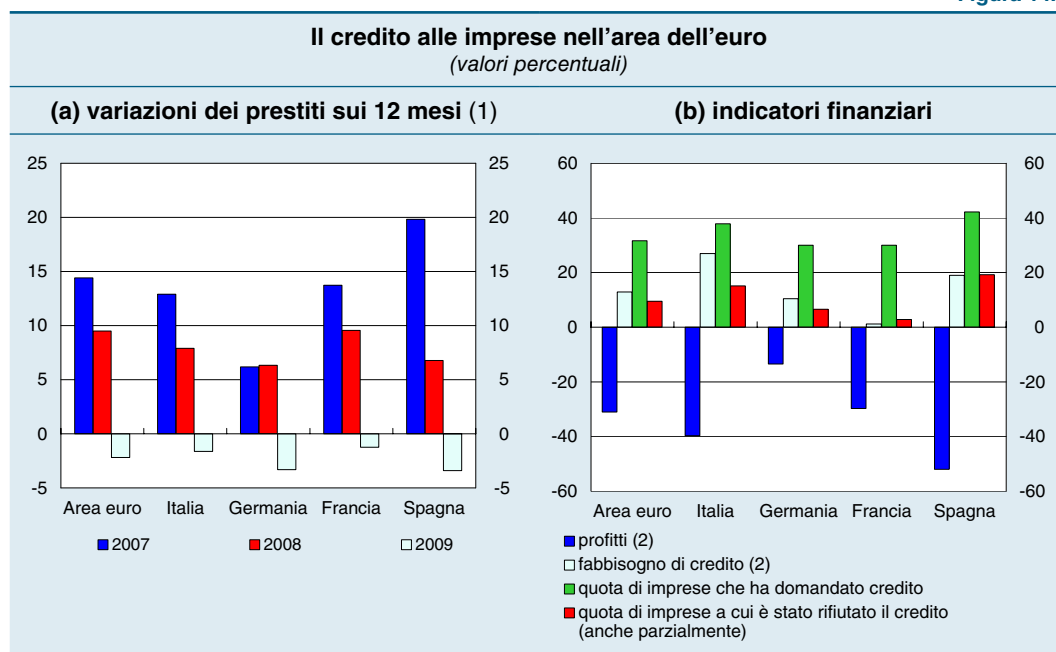
(1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati di marzo 2010 sono provvisori. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Gennaio 2010 per le società finanziarie. – (3) Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile delle riclassificazioni. – (4) Le variazioni percentuali sono corrette per tenere conto dell'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

Sulla base dell'indagine condotta nei mesi scorsi dalle Filiali della Banca d'Italia presso oltre 400 banche italiane, l'irrigidimento delle condizioni di offerta alle imprese si sarebbe attenuato nel secondo semestre del 2009. I sondaggi condotti presso le imprese suggeriscono tuttavia che le difficoltà di accesso al credito restano elevate rispetto agli anni precedenti la crisi.

L'indagine Inwind indica che circa il 20 per cento delle imprese ha segnalato ulteriori inasprimenti delle condizioni di indebitamento nei precedenti sei mesi (33 per cento un anno fa). L'8 per cento delle imprese avrebbe ricevuto dai propri finanziatori richieste di rimborso anticipato del debito e il 7 per cento sostiene di aver chiesto nuovi finanziamenti senza riuscire a ottenerli (8 per cento l'anno scorso e 4 nella media del precedente quinquennio). Le difficoltà di accesso al credito sarebbero rimaste elevate per le imprese di minore dimensione, nell'industria e nelle regioni meridionali, mentre si sarebbero notevolmente attenuate per le imprese con più di 500 addetti. Stime preliminari suggeriscono che la probabilità di vedersi negare nuovi finanziamenti è maggiore per le imprese che hanno domandato credito per fronteggiare le accresciute esigenze di capitale circolante rispetto a quelle che lo hanno fatto per sostenere nuovi investimenti.

La dinamica del credito alle imprese in Italia è stata in linea con quella media dell'area; tra i principali paesi il calo maggiore si osserva in Germania e in Spagna (fig. 14.9.a). L'indagine della BCE sull'accesso al credito delle imprese, condotta nel secondo semestre del 2009, indica che le aziende italiane presentano un incremento del fabbisogno di prestiti bancari decisamente superiore alla media dell'area, presumibilmente connesso con l'evoluzione più sfavorevole dei profitti (fig. 14.9.b). In Italia le difficoltà di accesso al credito appaiono più marcate per tutte le classi dimensionali: la quota di imprese che non ha ottenuto l'intero ammontare del credito richiesto è stata pari al 15 per cento, contro il 10 per cento nella media dell'area; tra i paesi maggiori soltanto la Spagna presenta una percentuale più elevata, prossima al 20 per cento.

Figura 14.9



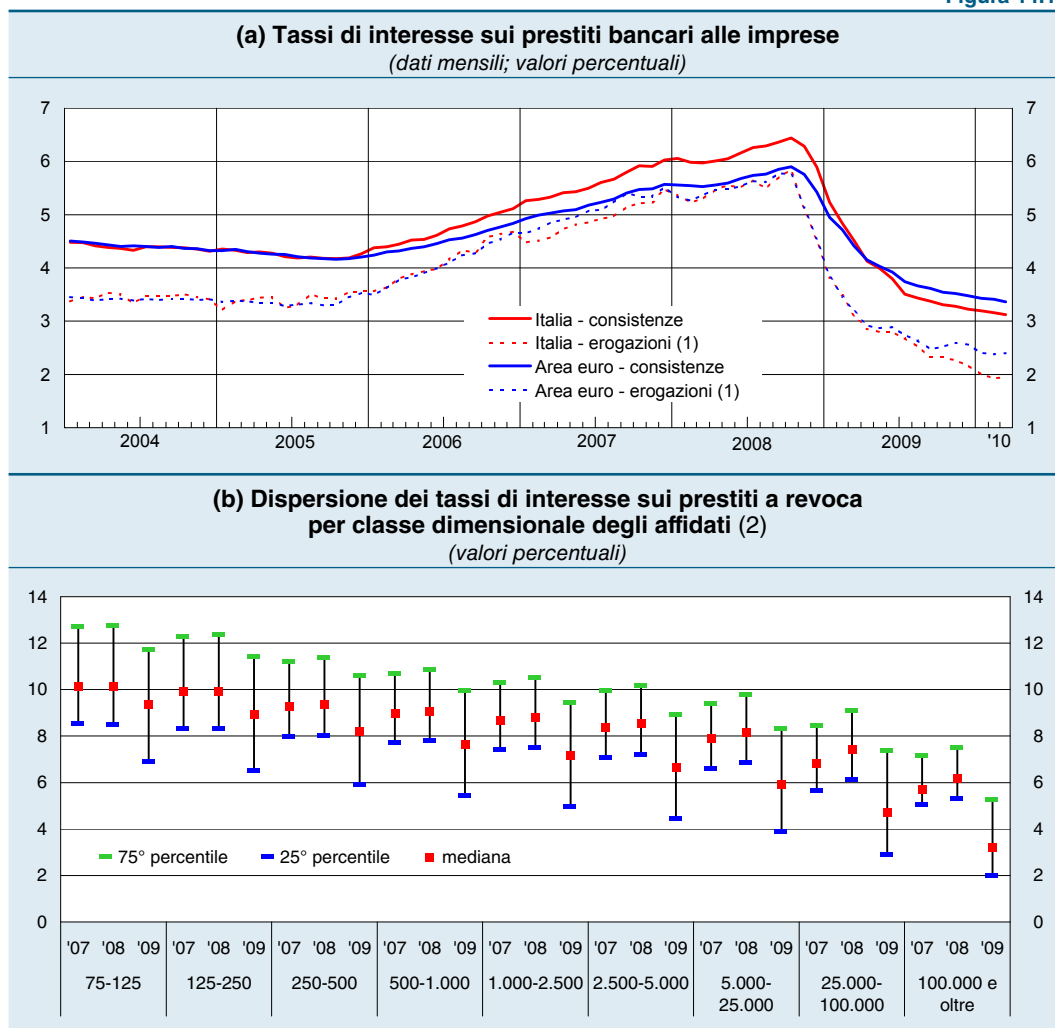
Fonte: elaborazioni su dati BCE, *Statistiche armonizzate del SEBC* e *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area - second half of 2009*.

(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*. - (2) Saldi tra percentuali di risposte "in aumento" e "in diminuzione".

I tassi di interesse bancari. – Per le imprese che hanno avuto accesso al credito il costo dei finanziamenti si è ulteriormente ridotto collocandosi su livelli storicamente bassi: nel marzo del 2010 il tasso medio era del 3,1 per cento, in calo di oltre un punto rispetto a dodici mesi prima; escludendo i conti correnti, i tassi sui prestiti di nuova erogazione sono scesi all'1,9 per cento (fig. 14.10.a). Il calo dei tassi bancari è stato maggiore di quello osservato nell'area dell'euro, sia sui prestiti indicizzati sia su quelli a tasso fisso: nel 2009 il differenziale tra i tassi calcolato sulle consistenze dei prestiti complessivi si è annullato e, a partire dal mese di aprile, è divenuto negativo.

In presenza di un irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti e di una riduzione dei tassi ufficiali, nel 2009 sono aumentate le differenze di tasso tra diversi prenditori, un andamento che riflette sia il più elevato premio per il rischio richiesto dalle banche sia il potere contrattuale delle imprese di maggiore dimensione e con il miglior merito di credito. Dalla rilevazione analitica sui tassi di interesse emerge che la diminuzione di quelli applicati sui conti correnti è stata marcata per le imprese più grandi; la dispersione dei tassi fra le imprese si è ampliata all'interno di tutte le classi dimensionali (fig. 14.10.b).

Figura 14.10



Fonte: elaborazioni su dati BCE e Banca d'Italia, *Rilevazione analitica sui tassi di interesse*; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. (1) Nuove operazioni. Sono esclusi i finanziamenti in conto corrente. – (2) Le classi dimensionali, espresse in migliaia, sono calcolate sulla base del credito accordato ai singoli affidati da tutti gli intermediari segnalanti.

Sull'andamento del costo delle aperture di credito in conto corrente nel 2009 hanno inciso anche le modifiche normative in materia di commissione di massimo scoperto (decreto legge 1° luglio 2009, n. 78). Sulla base dei dati dell'indagine Invind risulta che la struttura dei costi applicati alle aperture di credito in conto corrente dalla banca principale è cambiata per circa la metà delle imprese. Il 40 per cento di queste dichiara, tuttavia, di pagare ancora la commissione di massimo scoperto; il 62 per cento sostiene che le modifiche intervenute nelle spese fisse, nelle commissioni e negli oneri accessori si sarebbero tradotte in un aggravio, mentre avrebbero comportato una riduzione dei costi soltanto per il 9 per cento delle imprese.

Gli interventi a sostegno dell'accesso al credito. – A supporto delle condizioni finanziarie delle imprese, nel corso dell'anno sono stati varati numerosi interventi pubblici mirati principalmente ad agevolare l'accesso al credito. Considerando le erogazioni di nuovi finanziamenti e la sospensione di pagamenti relativi a prestiti pregressi, l'impatto complessivo dei principali interventi, che presumibilmente non hanno ancora terminato di dispiegare i loro effetti, è attualmente stimabile intorno ai 20 miliardi.

Nell'agosto del 2009 il Ministero dell'Economia e delle Finanze, l'ABI e diverse associazioni di imprese hanno sottoscritto un accordo che prevede la possibilità di sospendere per un anno il pagamento della quota capitale delle rate o dei canoni relativi a operazioni di mutuo o di leasing, nonché di allungare a 270 giorni le scadenze del credito a più breve termine. Possono usufruirne le piccole e medie imprese (fino a 250 addetti e sino a 50 milioni di fatturato o 43 di attivo) che ne faranno richiesta entro il 30 giugno del 2010. Alla fine di marzo risultano pervenute circa 170.000 domande relative a 52 miliardi di prestiti bancari; oltre il 90 per cento delle richieste esaminate fino a quel momento è stato accolto dalle banche, dando luogo a una sospensione di pagamenti pari a 9,5 miliardi.

È stato rafforzato il ruolo del Fondo centrale di garanzia come strumento finalizzato a favorire l'accesso al credito delle piccole e medie imprese. La dotazione del Fondo è stata ampliata con l'assegnazione di circa due miliardi di risorse aggiuntive fino al 2012; la sua operatività è stata estesa a nuovi settori economici (ad esempio gli artigiani) e ad aziende con tensioni finanziarie giudicate temporanee; l'importo massimo garantito è stato aumentato da 0,5 a 1,5 milioni e, più di recente, sono state introdotte modifiche volte a snellire le procedure di ammissione. In seguito a questi interventi le garanzie offerte dal Fondo dall'inizio del 2009 a oggi hanno superato i 4,2 miliardi, pari a circa l'80 per cento di quelle concesse nell'intero decennio precedente e corrispondenti a 7,5 miliardi di nuovi finanziamenti.

La Cassa depositi e prestiti ha messo a disposizione delle banche un plafond di 8 miliardi finalizzato alla concessione di prestiti di durata superiore a dodici mesi alle piccole e medie imprese. La prima tranche di questo importo, pari a 3 miliardi, non è stata utilizzata appieno dagli intermediari: alla fine dello scorso marzo le richieste delle banche erano circa due terzi del totale.

Anche per effetto di numerosi provvedimenti adottati da amministrazioni locali, durante la crisi hanno assunto un ruolo crescente i consorzi di garanzia collettiva dei fidi (confidi), organismi di emanazione imprenditoriale basati su principi mutualistici. I confidi favoriscono l'accesso al credito delle imprese di piccola dimensione offrendo alle banche garanzie aggiuntive e informazioni utili per la valutazione del merito di credito; recenti analisi empiriche ne hanno mostrato gli effetti in termini di riduzione del costo del credito per le imprese associate. Nel corso del 2009, pur in presenza di una contrazione del credito alle imprese con meno di 20 addetti, il valore delle garanzie concesse dai confidi nei confronti di queste imprese è aumentato di circa il 16 per cento; il numero di imprese assistite dell'11 per cento.

Rispetto agli anni precedenti la crisi, quando il contributo dei confidi per le imprese associate si traduceva essenzialmente nell'applicazione di tassi di interesse più bassi, nei mesi più recenti l'intervento di questi soggetti è apparso determinante ai fini dell'erogazione stessa del finanziamento: si stima che per le piccole imprese assistite dalla garanzia dei confidi i prestiti siano cresciuti di circa il 15 per cento, a fronte di una riduzione del 2 per cento per le altre aziende.

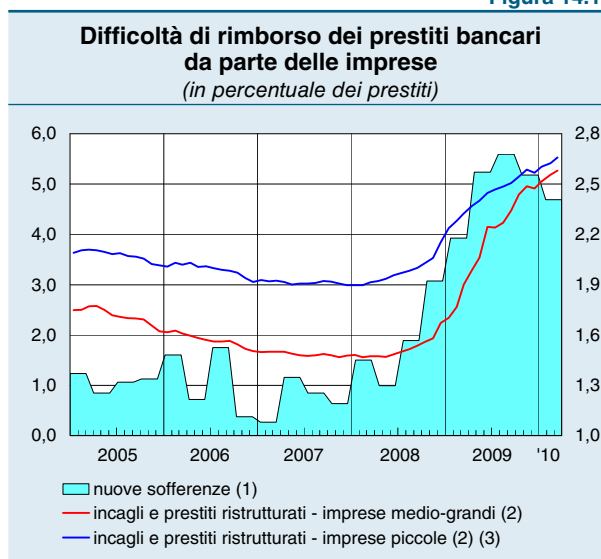
Le tensioni finanziarie e le difficoltà di rimborso dei debiti. – Nel 2009 le imprese hanno reagito alla crisi soprattutto contenendo i costi di gestione, gli investimenti fissi e le spese per il personale (cfr. i capitoli 8 e 9: *La domanda, l'offerta e i prezzi e Il mercato del lavoro*). Vi sono stati, inoltre, cospicui disinvestimenti netti di attività finanziarie (21 miliardi; tav. 14.6) che hanno contribuito ad allentare le tensioni di liquidità: i pochi investimenti finanziari si sono concentrati su strumenti facilmente liquidabili, come depositi e obbligazioni bancarie.

Il peggioramento delle condizioni finanziarie delle imprese si è riflesso in una minore capacità di rimborso dei prestiti bancari nei tempi previsti. Nello scorso marzo i crediti sui quali le banche rilevano temporanee difficoltà di pagamento (incagli e prestiti ristrutturati) sono saliti di oltre due punti percentuali rispetto a un anno prima, al 5,3 per cento dei prestiti; l'aumento è stato marcato per le imprese medio-grandi (fig. 14.11), nelle regioni meridionali e nel settore manifatturiero.

In questa fase congiunturale, le operazioni di ristrutturazione del debito rappresentano uno strumento importante per il risanamento di imprese in difficoltà finanziarie ma con favorevoli prospettive di crescita. Dalle indagini condotte dalla Banca d'Italia presso banche e imprese emerge che la domanda di credito connessa con le esigenze di ristrutturazione è cresciuta durante l'intero arco della crisi. Sulla base della più recente rilevazione Invind, il 16 per cento delle imprese industriali e dei servizi ha intrapreso trattative con le banche finalizzate alla rinegoziazione delle condizioni contrattuali applicate sui prestiti ottenuti in passato; in circa la metà dei casi è stato raggiunto un accordo tra le parti.

Circa il 70 per cento dei piani di ristrutturazione sottoscritti prevede un allungamento delle scadenze contrattuali o una temporanea sospensione dei pagamenti; nel 42 per cento dei casi le banche hanno concesso ulteriore credito e nel 27 per cento hanno accordato una riduzione dei tassi di interesse. Con minor frequenza, invece, sono stati concordati aumenti di capitale da parte dei soci (14 per cento) oppure cambiamenti negli assetti operativi o strategici delle aziende (7 per cento). La carenza di questi elementi merita attenzione poiché le ristrutturazioni, se non adeguatamente accompagnate da un riequilibrio della struttura finanziaria o da una rimozione delle cause che hanno generato le difficoltà finanziarie, potrebbero comportare un risanamento solo temporaneo delle condizioni aziendali.

Figura 14.11

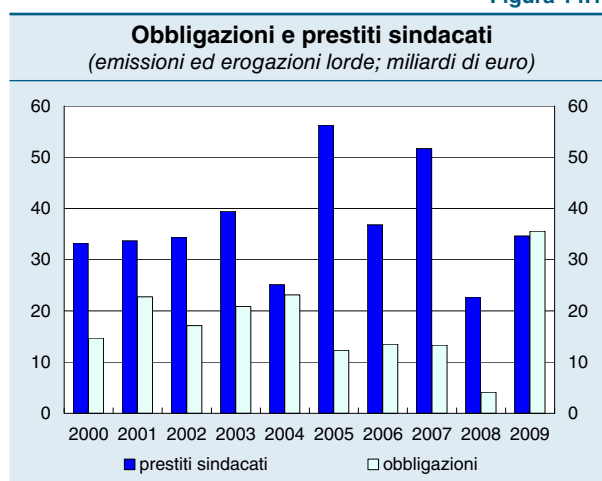


Fonte: Centrale dei rischi.
 (1) Scala di destra. Dati trimestrali depurati dalla componente stagionale. Flusso di sofferenze rettificato annualizzato e rapportato ai prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente. – (2) Scala di sinistra. Gli incagli sono esposizioni verso affidati in temporanea difficoltà. – (3) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

Nei casi più gravi, il deterioramento delle condizioni finanziarie ha dato luogo all'apertura di procedure concorsuali che nel 2009, secondo i dati delle Camere di commercio, hanno riguardato circa 10.000 imprese, il 26 per cento in più rispetto all'anno precedente (cfr. il capitolo 10: *La struttura produttiva e le politiche strutturali e territoriali*). Le esposizioni delle banche verso queste imprese e altre in condizioni finanziarie egualmente compromesse hanno alimentato un flusso di nuove sofferenze rettificata che nell'intero 2009 è stato di 23 miliardi, il 2,5 per cento dei prestiti vivi di inizio periodo (oltre 5 miliardi e 2,4 per cento nel primo trimestre del 2010). I default sono stati maggiori tra le imprese del manifatturiero, in particolare nei comparti della moda e della metalmeccanica dove l'anno scorso il flusso di nuove sofferenze è salito, rispettivamente, al 6,9 e al 4,1 per cento.

La finanza delle imprese di maggiore dimensione. – Le poche imprese italiane che accedono ai mercati finanziari internazionali hanno beneficiato della ripresa di questi ultimi (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*), intensificando la raccolta di fondi sul mercato a discapito del ricorso all'indebitamento bancario. Secondo i dati di fonte Dealogic, nel 2009 le emissioni lorde di obbligazioni dei gruppi industriali italiani sui mercati internazionali hanno raggiunto il livello massimo di 36 miliardi (fig. 14.12) e hanno continuato a crescere nel primo trimestre dell'anno in corso. Rispetto agli anni precedenti la crisi, l'accresciuta avversione al rischio degli investitori continua a condizionare le caratteristiche dei titoli emessi: nel 2009 gli spread sui tassi di riferimento sono rimasti superiori a 200 punti base rispetto a una media di circa 100 punti nel periodo 2003-07.

Figura 14.12



Fonte: Dealogic.

Nonostante la forte crescita delle emissioni nel 2009, le imprese italiane si caratterizzano nel confronto internazionale per un minore ricorso al debito obbligazionario: alla fine dell'anno la quota di debiti finanziari rappresentata da titoli era pari al 7 per cento, contro il 9 della Germania, il 19 in Francia, il 29 nel Regno Unito, il 40 negli Stati Uniti; tra i maggiori paesi dell'area solo la Spagna presentava una quota inferiore a quella dell'Italia (tav. 14.7). Le differenze con gli altri paesi sono in larga parte dovute alla limitata presenza di società quotate nel nostro paese: per queste imprese, che ovunque emettono una frazione rilevante dei titoli in circolazione, le emissioni risultano meno onerose poiché esse hanno già sostenuto molti dei costi fissi legati al collocamento di titoli negoziabili sui mercati. Sulle differenze con gli altri paesi potrebbe inoltre incidere lo scarso numero di intermediari finanziari italiani specializzati nelle attività di collocamento e sottoscrizione dei titoli sul mercato internazionale, il che può tradursi in un aggravio del costo della raccolta per gli emittenti.

Nel 2009 sono tornati a crescere anche i finanziamenti concessi a singole imprese da gruppi di intermediari (prestiti sindacati). Sulla base dei dati Dealogic le erogazioni lorde sono state pari a 35 miliardi, rispetto ai 23 dell'anno precedente. Circa la metà dell'importo ha riguardato il rifinanziamento dell'operazione di ac-

quisizione di Endesa da parte di Enel; i prestiti destinati a gruppi industriali di dimensione più contenuta si sono invece attestati molto al di sotto della media del periodo precedente la crisi. Si è ulteriormente contratto il segmento più rischioso del mercato, quello dei finanziamenti concessi a imprese con elevato indebitamento (*leveraged loans*).

L'accresciuta domanda di finanziamenti delle imprese italiane sui mercati internazionali non è connessa, al contrario di quanto osservato negli anni precedenti la crisi, con gli scambi sul mercato del controllo societario che sono risultati molto contenuti. Secondo le rilevazioni di Thomson Reuters Datastream che censisce le operazioni principali, nel 2009 le società non finanziarie italiane hanno annunciato 133 operazioni di fusione o di acquisizione di interessi di maggioranza, per un valore di circa 1,4 miliardi, il più basso dell'intero decennio.

Sulla base dei dati relativi a un campione di 14 grandi gruppi industriali, cui fa capo oltre il 70 per cento delle emissioni obbligazionarie e dei prestiti sindacati sottoscritti tra il 2000 e il 2009, nella parte restante del 2010 giungeranno a scadenza 6 miliardi di tali debiti; nel successivo biennio i rimborsi ammonterebbero a 45 miliardi. Il rifinanziamento di queste passività potrebbe risultare oneroso per la forte concorrenza esercitata nella raccolta di fondi dagli emittenti sovrani e dalle banche.

Il capitale di rischio. – Nel 2009 l'aumento del patrimonio netto delle imprese è stato pari a 41 miliardi (9 nel 2008; tav. 14.6); l'incremento è in parte ascrivibile alla raccolta di capitale di rischio delle società quotate (circa 13 miliardi), cresciuta essenzialmente per gli aumenti di capitale deliberati da Enel e da Snam Rete Gas. Le operazioni di nuova quotazione sono diminuite a 4 unità (6 nel 2008 e 26 nel 2007); altrettante ne sono state realizzate nel primo trimestre del 2010.

La crisi finanziaria ha avuto un impatto significativo sul mercato del private equity e del venture capital. Secondo i dati diffusi dall'Aifi, nel 2009 la raccolta delle società del settore si è più che dimezzata, attestandosi a circa un miliardo; le risorse a disposizione per gli investimenti restano tuttavia elevate per i cospicui volumi raccolti negli anni precedenti. Gli investimenti si sono ridotti in misura analoga, da 5,5 a 2,6 miliardi, a causa della minore domanda da parte delle imprese e delle più sfavorevoli prospettive di redditività. Sono diminuite soprattutto le operazioni di buyout e gli investimenti destinati alle imprese nascenti (venture capital).

Nel prossimo settembre è previsto l'avvio del Fondo italiano di investimento, finalizzato a favorire il rafforzamento patrimoniale e i processi di aggregazione tra le imprese italiane in fase di sviluppo con fatturato compreso tra 10 e 100 milioni. La dimensione del Fondo, provvisto di una dotazione iniziale di un miliardo versata dalla Cassa depositi e prestiti e dai tre maggiori gruppi bancari, appare adeguata a sostenere l'offerta nel mercato del capitale di rischio per le imprese di minore dimensione. L'efficacia dello strumento potrebbe, tuttavia, essere condizionata dalla tradizionale debolezza della domanda per questo tipo di finanziamenti, ascrivibile a caratteristiche strutturali del sistema quali la normativa fiscale, che favorisce il ricorso al debito, e la bassa propensione delle imprese familiari ad aprire la compagine azionaria a investitori esterni. Dovranno inoltre essere predisposti adeguati presidi contro i conflitti di interesse per evitare che gli investimenti siano indirizzati a imprese che ricevono finanziamenti bancari dagli azionisti del Fondo, indipendentemente dalle loro effettive prospettive di crescita.