



CONFINDUSTRIA  
Centro Studi

**SCENARI ECONOMICI**

**SULLA RIPRESA  
LA CAPPÀ  
DELL'INCERTEZZA  
E DELLA SFIDUCIA**

**NUOVA FINANZA  
ALLE IMPRESE  
PER SUPERARE  
LA SCARSITÀ  
DI CREDITO**

**Dicembre 2012  
N. 16**

In copertina disegno di Domenico Rosa.

La pubblicazione, coordinata da Luca Paolazzi, è stata realizzata da: Gianna Bargagli, Pasquale Capretta, Alessandro Fontana, Alessandro Gambini, Giovanna Labartino, Manuela Marianera, Cristina Pensa, Matteo Pignatti, Ciro Rapacciuolo e Massimo Rodà.

La presente pubblicazione è stata chiusa con le informazioni disponibili al 6 dicembre 2012.

Editore SIPI S.p.A.  
Servizio Italiano Pubblicazioni Industriali  
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma

Fotocomposizione: D.effe comunicazione - Roma  
Stampa: Vamagrafica S.r.l. - Ariccia (RM)  
Finito di stampare nel mese di dicembre 2012

## INDICE

Premessa .....	pag. 5
<b>1. Le previsioni .....</b>	<b>» 11</b>
1.1 L'economia italiana .....	» 11
1.2 Le esogene della previsione .....	» 39
<b>2. Nuova finanza alle imprese per superare la scarsità di credito .....</b>	<b>» 71</b>
2.1 Oggi, ancora dentro la crisi .....	» 74
2.2 Per uscire dalla crisi necessari interventi più radicali .....	» 85
2.3 Domani, alla fine della crisi.....	» 98
 <i>Riquadri</i>	
Italia più produttiva se sale l'occupazione femminile .....	» 25
Perché oggi le politiche di risanamento dei conti danno magri risultati? .....	» 44
In stallo la ricchezza delle famiglie .....	» 53
Consumi in Cina: il dragone ha voglia di spendere .....	» 61
La nuova normativa per i ritardi dei pagamenti .....	» 79
Le nuove misure per il credito alle PMI in Italia .....	» 93
Il potenziamento del Fondo di Garanzia per le PMI .....	» 95
Finanziare la crescita se il canale bancario non riparte .....	» 100
I tassi bancari resteranno più alti .....	» 101
Interventi in Italia per il capitale d'impresa .....	» 102
Cambiali finanziarie e obbligazioni per le PMI, le novità del Decreto Crescita .....	» 107



## PREMESSA

*It is always darkest just before the Day dawneth  
(È sempre più buio appena prima dell'alba)*

**Thomas Fuller, 1650**

L'indebolimento dell'**economia globale**, cominciato nel 2011 e diventato più marcato nella prima metà del 2012, è proseguito dopo l'estate e si riflette nei **fiacchi scambi mondiali**. Sono, però, emersi **segnali di miglioramento**, specie negli Stati Uniti e in Cina, che tenderanno a rafforzarsi.

Nei maggiori paesi avanzati l'**incertezza** e la **sfiducia** rimangono i tratti dominanti e si traducono in rinvii delle decisioni di spesa di famiglie e imprese.

Soprattutto nell'**Eurozona**, dove la recessione si sta accentuando e non sono in vista chiari punti di svolta. Ma la presa di coscienza politica, anche nei paesi reputati forti, che l'**euro** è un **bene comune** da salvaguardare si è concretizzata in azioni (dal "faremo tutto quello che è necessario" della BCE al minor accanimento terapeutico sui conti pubblici) che gradualmente stanno dando il frutto atteso di una **stabilizzazione** da cui può ripartire la ripresa.

L'**Italia** è ancora immersa in una **profonda contrazione** della domanda interna e della produzione. Nella quale è ricaduta senza aver mai lontanamente recuperato i danni della precedente. L'orizzonte è ulteriormente offuscato dall'indeterminatezza dell'esito delle prossime **scadenze elettorali**.

I bassi livelli di attività e fatturato, le enormi difficoltà a ottenere pagamenti e credito e le aspettative negative circa un prossimo cambiamento del quadro sono per molte imprese giustificabili **ragioni di scoramento**. Al contempo, altre aziende registrano **performance lusinghiere**, grazie a un diverso orientamento strategico, rivolto in particolare a una marcata proiezione internazionale.

La situazione italiana, dunque, non è uniformemente scura e ci sono **segnali di assestamento**. I **tassi** pagati sui titoli emessi dallo Stato e dalle banche sono in calo e ciò potrà, con il tempo, trasferirsi su quelli applicati ai nuovi prestiti a famiglie e imprese. La **fiducia nel manifatturiero** è in lentissima risalita, grazie alle attese sulla produzione. L'**anticipatore OCSE** è in aumento da due mesi e conferma l'attenuazione della caduta del PIL, prima, e la risalita, poi. Molti **progetti imprenditoriali** sono tenuti in sospenso, per prudenza, pronti a essere attivati al rasserenarsi delle condizioni esterne.

Per la prima volta da molto tempo, perciò, i **rischi sono più bilanciati**: non sono solo al ribasso, ma anche al rialzo. Accanto alle molte fragilità internazionali e interne ci sono elementi che possono funzionare da leva per una ripartenza più veloce nel prossimo futuro.

La debolezza economica generale nasce dalle cause e dalle durature conseguenze della crisi. Il catalogo dei **venti contrari** alla ripresa, più o meno intensi nei vari paesi, è stato ripetutamente sottolineato dal CSC: la riduzione della leva finanziaria di tutti gli operatori, con il minor ricorso all'indebitamento e il perdurante credit crunch; l'eccesso di capacità produttiva in molti settori; le acute difficoltà dell'edilizia residenziale; l'alta e montante disoccupazione; da ultimo, il simultaneo rientro dagli elevati disavanzi pubblici con rilevanti effetti moltiplicativi tra economie fortemente integrate, come sono quelle europee.

Si tratta di squilibri che non hanno una cura facile e di pronto effetto e perciò continueranno a caratterizzare il panorama economico ancora per molto tempo. Sfidano i policy maker, soprattutto europei, a **osare di più**. Il caso americano, infatti, insegna che il maggior pragmatismo si traduce in più rapidi progressi.

Ovunque spetta alla politica **rompere la cappa dei timori** e orientare le aspettative verso una nuova stagione di sviluppo. Per evitare di peggiorare le prospettive, lo stesso FMI suggerisce di non aggiungere nell'immediato ulteriori restrizioni di bilancio pubblico, oltre a quelle incorporate nelle misure già varate.

A differenza che negli scenari economici disegnati dal CSC nel recente passato, questa volta non ci sono in agenda appuntamenti con provvedimenti chiave di politica economica nell'Eurozona e in Italia su cui contare per un repentino cambio di rotta. Più che su un singolo evento, oggi l'attenuazione della contrazione del sistema economico, prima, e il lento riavvio, poi, poggiano su un **mosaico composito** di elementi, ciascuno dei quali è in sé importante ma da solo non determinante. Il CSC confida che tutti i tasselli si incastrino correttamente.

Anzitutto, la **soluzione negli Stati Uniti** della micidiale restrizione automatica di bilancio, che vale circa il 4% del PIL e che, se scattasse dal prossimo 1° gennaio, farebbe precipitare il primo mercato del mondo in un forte arretramento, proprio mentre la ripresa è in fase di radicamento (il CSC stima la variazione del PIL americano a +1,8% nel 2013 e a +2,4% nel 2014). Poi è importante che arrivino ulteriori conferme del **rinnovato slancio dei paesi emergenti** (+5,4% e +5,6% il loro PIL nel prossimo biennio, dal +5,2% nel 2012), che contribuiscono all'80% dell'incremento del reddito globale.

Inoltre, nell'**Eurozona** è indispensabile che **proseguia il cammino**, seppure accidentato, verso la maggiore integrazione (così da sciogliere il groviglio che lega bilanci pubblici e bilanci bancari), si spalmi su un arco di tempo ragionevolmente più lungo il raggiungimento degli obiettivi dei conti pubblici, si realizzino le riforme strutturali per chiudere i divari di competitività e aumentare il potenziale di sviluppo, si stimoli la crescita con progetti comunitari.

Altri aiuti importanti verranno dall'**affievolirsi delle tensioni** sui mercati finanziari, dal dispiegarsi delle politiche monetarie espansive, dall'attenuarsi del credit crunch, dalla diminuzione del prezzo del petrolio e di altre materie prime e dalla minore stretta dei bilanci pubblici.

In Italia, infine, ci potranno essere **rimbalzi nei segmenti di domanda** finale violentemente compressi. Nel mercato del lavoro il **maggior attivismo a cercare un impiego** manifesta la preziosa volontà di riscattare la famiglia dalle condizioni di sacrificio in cui la crisi e i nodi irrisolti dello sviluppo l'hanno precipitata.

Il **nuovo scenario economico** del CSC sintetizza queste forze in un percorso di miglioramento, pur partendo da un autunno 2012 che è ancora molto problematico.

Le stime del **commercio mondiale**, considerati l'andamento osservato fino all'estate e un ragionevole profilo futuro, sono di incremento dell'1,9% nel 2012 (1,4% atteso a settembre), del 2,1% nel 2013 (1,6%) e del 5,4% nel 2014 (quest'ultima variazione è inferiore alla media di lungo periodo). Ciò significa che, dopo la brusca frenata di quest'anno, l'export italiano tornerà a marciare più speditamente.

Per le altre variabili esterne, il **cambio dell'euro** è mantenuto ai valori medi di novembre (1,28), con rischio di rialzo se nell'Unione monetaria si registrassero passi avanti più consistenti. Il **petrolio** è atteso in calo fino a 100 dollari medi nel 2014, grazie all'aumento dell'estrazione molto superiore a quello della domanda. I **tassi di interesse** ufficiali si azzerano negli USA e vengono abbassati allo 0,25% dalla BCE. Nell'**Area euro** a una recessione più pronunciata rispetto a quanto ipotizzato a settembre (-0,4% quest'anno, -0,3% il prossimo, contro -0,5% e +0,2%) segue una ripresa modesta nel 2014 (+1,0%).

In tale cornice internazionale e incorporando le statistiche sorprendentemente positive uscite l'estate scorsa (che le cifre dei mesi successivi hanno rivelato essere un fuoco fatuo), il CSC ritocca necessariamente al rialzo la **dinamica del PIL** nel 2012 e rivede nettamente all'ingiù quella nel 2013: -2,1% (da -2,4%) e -1,1% (contro -0,6%). L'appuntamento con variazioni congiunturali positive è rinviato di sei mesi, all'ultimo trimestre dell'anno prossimo. Nel 2014 si stima un incremento dello 0,6%.

Il crollo della **domanda totale interna** è il tratto che distingue questa recessione: -4,4% nel 2012 e -1,7% nel 2013, seguito appena da un +0,3% nel 2014. Un crollo dettato dall'andamento delle sue componenti principali.

I **consumi delle famiglie** cedono il 3,2% quest'anno (il 3,6% pro-capite), il peggior risultato del dopoguerra. La caduta prosegue nel 2013 (-1,4%). Si stabilizzano nel 2014 (+0,3%); ma per abitante arretrano ancora, tornando poco sopra i valori del 1997.

Gli **investimenti** subiscono un violento taglio quest'anno: -8,2%, cui segue un -1,8% nel 2013. Dal 2007 hanno lasciato sul terreno il 23,1% in termini reali, arrivando ai minimi dal 1997; in rapporto al PIL sono molto bassi e ciò costituisce una **seria ipoteca** alle potenzialità di sviluppo futuro. Nel 2014 il loro rimbalzo resta timido (+1,4%). D'altronde patiscono l'enorme capacità produttiva inutilizzata in molti settori, le attese di scarse vendite, l'aumento del costo e il razionamento del credito e la **redditività risicata** e calante.

Sotto i colpi della crisi, le famiglie stanno **mutando i comportamenti** nella ricerca di un impiego, oltre che negli acquisti. Per compensare la diminuzione di lavoro (dal picco di fine 2007 alla metà del 2011 sono state 1,1 milioni le unità perdute e diverranno 1,5 milioni nel terzo trimestre 2013) e di reddito reale disponibile, hanno seriamente intaccato la parsimonia e si sono messe alla ricerca di nuove opportunità occupazionali con attivismo inconsueto.

L'aumento dei **disoccupati**, che si è accentuato a partire dalla metà dello scorso anno, si spiega, infatti, più con la voglia di rimpinguare i dimagriti bilanci familiari che con il calo degli occupati (rimasti invariati). Ciò sta facendo salire la forza lavoro e, alla luce delle sue motivazioni, non si tratta di un fenomeno passeggero. Cosicché il tasso di disoccupazione salirà al 12,4% nel 2014 (13,6% incluse le ore di CIG utilizzate).

La debolezza del mercato del lavoro, i margini compressi delle imprese e la necessità di recuperare competitività manterranno la **dinamica delle retribuzioni** di fatto su un basso profilo, di poco superiore al punto percentuale annuo. Il divario rispetto ai prezzi al consumo sarà del 4,5% cumulato nel quadriennio 2011-2014, nonostante l'inflazione si dimezzi dal 3,1% di quest'anno all'1,6% tra due. D'altra parte, il **CLUP** continuerà a salire, pur rallentando.

L'**export** è l'unica componente della domanda che registrerà una variazione positiva in tutto il periodo considerato, accelerando dal +0,6% nel 2012 al +2,8% nel 2014. Ma è stata la caduta verticale dell'import a determinare il miglioramento del **saldo dei conti con l'estero**, con la bilancia commerciale che è già in attivo nel 2012 (0,8% del PIL; 2,0% nel 2014) e quella corrente che va verso un sostanziale equilibrio (-0,3% del PIL tra due anni).

Nonostante la ripresa sia ritardata e lenta, i **conti pubblici** conseguono di fatto nel 2013 l'obiettivo del pareggio strutturale (-0,2% del PIL al netto del ciclo), grazie al corposo avanzo primario (3,6% del PIL). Il deficit effettivo nel 2014 sarà ancora all'1,8% del PIL, ma il rapporto debito pubblico/PIL inizierà a calare: 121,4%, al netto dei contributi ai fondi europei di stabilità e alla Grecia. La **pressione fiscale** rimarrà prossima ai massimi storici e insostenibilmente elevata, specie quella effettiva (53,9% del PIL nel 2014 tolto il sommerso dal denominatore).

L'uscita dalla crisi presuppone l'**interruzione del credit-crunch**. D'altra parte, il credito bancario non tornerà alle condizioni pre-2007 e ciò impone di ampliare i canali alternativi di provvista di capitale.

In Italia i prestiti bancari avranno un minor peso nel finanziamento delle aziende e occorre **agire con tutti gli strumenti disponibili** per ridare ossigeno agli investimenti.

Maggiori risorse dovranno provenire dal **capitale proprio**, riattivando tra l'altro il mercato del **private equity** e il **mezzanine finance**. Le cartolarizzazioni vanno fatte ripartire, concentrandosi su quelle relative ai prestiti alle piccole e medie imprese. Da tre anni le emissioni di **obbligazioni corporate**, al netto dei rimborsi, sono negative e solo alcune grandi aziende sono state in grado di raccogliere fondi.

Simulazioni del CSC mostrano che per realizzare un'espansione degli investimenti a ritmi analoghi a quelli del decennio pre-crisi (e non fu proprio un boom) occorrono **finanziamenti aggiuntivi** per 90 miliardi nei prossimi cinque anni. Se il credit crunch proseguisse, tagliando i prestiti alle imprese del 2,5% annuo, il gap finanziario salirebbe a 196 miliardi; esso andrebbe coperto da 108 miliardi di nuovo capitale proprio e da 88 di obbligazioni e altre fonti (ipotizzando costante l'attuale composizione del passivo delle imprese).

Lo scenario finanziario rimane molto incerto. L'FMI ha evidenziato **perdite potenziali sui prestiti** bancari molto elevate in tutta l'Area euro. A fronte delle quali, se non verrà raccolto nuovo capitale, gli istituti di credito saranno costretti ad attuare ulteriori riduzioni degli attivi.

In Italia il credito bancario è frenato anche dalla **flessione dei margini di intermediazione tradizionale** tra offerta e domanda di risparmio. Per sopperire a ciò, alcuni paesi europei (Francia, Regno Unito) stanno creando ex-novo **banche pubbliche** per fornire alle piccole imprese prestiti, garanzie e iniezioni di capitale.

Alcune regole sono state riformate, ma talvolta con effetti immediati indesiderati perché accentuano il deleveraging; è il caso di **Basilea 3**, la cui struttura va peraltro resa più semplice.

I finanziamenti della BCE alle banche andrebbero corredati da incentivi a fornire credito all'economia, come avviene con un'iniziativa della Bank of England.

In Italia, i **confidi** e il **Fondo di Garanzia** possono svolgere un ruolo ancora maggiore per l'accesso al credito. Bond di distretto e finanza delle reti di impresa sono strumenti che possono sfruttare meglio le peculiarità del suo tessuto produttivo.



# 1 LE PREVISIONI

## 1.1 L'economia italiana

### Italia, la coda della recessione

L'Italia è ancora in recessione, per il sesto trimestre consecutivo. È la seconda contrazione dell'economia in cinque anni, cioè dall'inizio della crisi. Meno intensa e più lunga della prima, l'attuale è caratterizzata dalla forte caduta della domanda interna. Appare in via di esaurimento.

Il CSC prevede, infatti, che continuerà ancora per tutta la prima metà del 2013, ma a ritmi attenuati, lasciando il posto a una debole ripresa a partire dalla fine dell'anno prossimo. Nel complesso, rispetto alle stime elaborate in settembre, durerà un trimestre in più ma la perdita di prodotto non risulterà cumulativamente maggiore, per via di un profilo smussato dai dati della scorsa estate. Cosicché, la variazione del PIL nel 2012 è meno negativa di quanto atteso: -2,1%, da -2,4%. In compenso sarà più ampia nel 2013: -1,1%, da -0,6%. Nel 2014 è previsto un modesto recupero: +0,6%.

La revisione delle stime diffuse a settembre deriva per il 2012 da un andamento nel terzo trimestre molto migliore di quanto gli indicatori qualitativi avessero lasciato intendere. Il calo attenuato del PIL (-0,2%, contro il -0,6% valutato dal CSC) appare anomalo alla luce dei dati usciti successivamente e si tramuta perciò in una flessione superiore nell'ultimo trimestre 2012, con quindi un trascinarsi più pesante sul 2013 (pari a -0,7%). Nel nuovo scenario, inoltre, l'inizio del recupero è spostato al quarto trimestre 2013, dal secondo. Una tempistica che è confortata dai timidi segnali di miglioramento che iniziano a intravedersi.

Tabella 1.1

Le previsioni del CSC per l'Italia (Var. %)				
	2011	2012	2013	2014
Prodotto interno lordo	0,4	-2,1	-1,1	0,6
Consumi delle famiglie residenti	0,2	-3,2	-1,4	0,3
Investimenti fissi lordi	-1,9	-8,2	-1,8	1,4
Esportazioni di beni e servizi	5,6	0,6	1,2	2,8
Importazioni di beni e servizi	0,4	-7,4	-1,0	2,1
Saldo commerciale <sup>1</sup>	-1,1	0,8	1,8	2,0
Occupazione totale (ULA)	0,1	-1,2	-0,6	0,1
Tasso di disoccupazione <sup>2</sup>	8,4	10,6	11,8	12,4
Prezzi al consumo	2,8	3,1	1,8	1,6
Retribuzioni totale economia <sup>3</sup>	1,4	1,2	1,0	1,3
Saldo primario della PA <sup>4</sup>	1,0	2,9	3,6	3,7
Indebitamento della PA <sup>4</sup>	3,9	2,3	1,9	1,8
Debito della PA <sup>4</sup>	120,7	125,9	126,7	125,4

<sup>1</sup> Fob-fob, valori in percentuale del PIL; <sup>2</sup> valori percentuali; <sup>3</sup> per addetto; <sup>4</sup> valori in percentuale del PIL.  
Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT e Banca d'Italia.

I progressi nella seconda parte dell'anno prossimo saranno favoriti da politiche di bilancio meno restrittive in Italia e in gran parte d'Europa, dall'accelerazione del commercio globale, dal dispiegarsi e dall'accentuarsi dell'espansione monetaria, dalla tendenza alla stabilizzazione della crisi dei debiti sovrani dell'Eurozona, che allenterà le tensioni finanziarie, e da un parziale rimbalzo di alcune componenti della domanda interna. Tutto ciò contribuirà a far risalire la fiducia, innescando una lenta ripresa, più evidente nel 2014.

Gli indicatori hanno iniziato a mostrare segnali di stabilizzazione. L'anticipatore OCSE, che preannuncia le svolte del ciclo che si verificano nell'arco di due-tre trimestri, ha iniziato un po' a salire. La fiducia delle imprese manifatturiere ha toccato il punto di minimo lo scorso maggio e ondeggia all'insù, pur rimanendo su livelli molto bassi (vicini ai minimi del 2009), grazie ai giudizi sugli ordini di beni di consumo e strumentali.

Restano forti venti contrari: alta e crescente disoccupazione; tendenza delle famiglie a ricostituire risparmio; edilizia in grave difficoltà; *credit-crunch*; enorme sottoutilizzo degli impianti in molti settori. Tutto ciò rende precario e instabile il quadro e genera sfiducia e incertezza, che è aumentata dall'approssimarsi delle elezioni politiche, in un quadro confuso sulle compagini e sulle alleanze partitiche, sui programmi e sugli esiti. Inoltre, in autunno verrà rinnovato anche il parlamento tedesco e anche ciò rende meno chiaro l'orizzonte. Esistono, quindi, ancora rischi verso il basso. Ma questa volta si affaccia sullo scenario anche qualche rischio verso l'alto: c'è evidenza aneddotica di numerosi piani di investimento pronti a partire (accanto all'aumento delle chiusure aziendali) non appena venisse rimossa la cappa dei timori.

**Rinviata la ripresa** Il PIL italiano è diminuito del 7,1% tra terzo trimestre 2007 e secondo 2009. Al recupero del 2,9% ottenuto negli otto trimestri successivi, è seguita una nuova flessione che, iniziata nel terzo trimestre del 2011 (-0,1%), si è accentuata nel quarto (-0,7%) e ha raggiunto la maggiore intensità nel primo trimestre del 2012 (-0,8%); da allora il ritmo di contrazione è progressivamente diminuito: -0,7% nel secondo e -0,2% nel terzo (stime preliminari ISTAT), quando i livelli di PIL sono risultati inferiori del 6,9% rispetto al picco pre-crisi.

Nel profilo di previsione del CSC, l'arretramento si accentuerà nell'ultimo quarto del 2012 (-0,6%) e proseguirà anche nei due successivi, ma meno intensamente (-0,2% in media). In tutto, la contrazione durerà otto trimestri, due in più rispetto alla precedente recessione, e comporterà un calo cumulato del 3,6% (-0,45% medio trimestrale), quasi la metà della caduta registrata tra 2007 e 2009. Ma alla fine della seconda recessione i livelli di PIL rispetto al terzo trimestre 2007 saranno più bassi del 7,8%, raggiungendo valori inferiori a quelli minimi toccati nella primavera del 2009 (Grafico 1.1).

È il perdurare di una domanda e di una produzione marcatamente contratte, che in alcuni settori industriali è perfino di cinque-sei volte più forte, a minacciare la stessa sopravvivenza per molte imprese.

Il segno positivo per le variazioni congiunturali del PIL tornerà solo alla fine del prossimo anno, dopo una stagnazione nel terzo trimestre, e si manterrà per tutto il 2014 (+0,2% medio trimestrale). Al termine del periodo di previsione la distanza del PIL dal livello pre-crisi sarà ancora del -6,9%.

**Indicazioni di svolta** Prospettive di interruzione del calo del PIL italiano nel 2013, ad avvalorare le stime del CSC, sono delineate dall'anticipatore OCSE, che precorre di circa un semestre i punti di svolta del ciclo economico: la sua caduta è iniziata nel maggio 2011, si è intensificata nel corso dell'estate dello stesso anno e da allora ha gradualmente rallentato il ritmo di contrazione, fino a tornare ad aumentare leggermente (+0,01% in agosto e +0,04% in settembre), evidenziando quindi l'inizio di un'inversione di tendenza l'anno

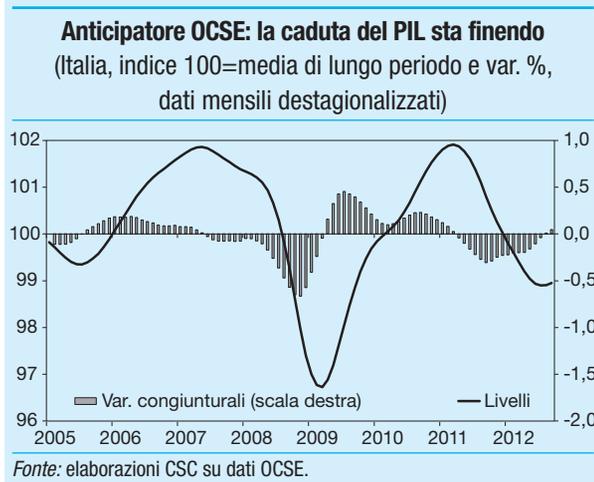
prossimo (Grafico 1.2). La variazione media trimestrale di tale indicatore è stata di -0,1% nei mesi estivi, dopo cali dello 0,5% nel secondo trimestre e dello 0,7% nel primo.

**Indicatori congiunturali giù** Sulla dinamica attesa per il trimestre in corso e per il prossimo convergono tutti gli indicatori congiunturali che riguardano l'intera economia e i suoi macro-settori: il PMI composito (che aggrega i PMI manifatturiero e dei servizi) si è attestato in novembre a 44,4 (da 45,6 di ottobre), in area nettamente recessiva perché molto al di sotto della soglia di neutralità (pari a 50; grafico 1.3). Nel dettaglio, il PMI manifatturiero ha registrato un marginale peggioramento (a 45,1 da 45,5 di ottobre), ed è rimasto su valori che indicano una marcata flessione congiunturale; le componenti nuovi

Grafico 1.1



Grafico 1.2



ordini e produzione continuano a segnalare arretramenti a un ritmo più intenso dei mesi precedenti. Il PMI dei servizi ha evidenziato la profonda debolezza già emersa nei mesi scorsi: l'indice staziona in territorio recessivo da giugno 2011 e in novembre è sceso a 44,6 (da 46,0 di ottobre), invertendo la tendenza di graduale miglioramento che si era registrata dopo avere toccato il minimo triennale lo scorso aprile (42,3). La dinamica negativa dell'attività nei servizi dovrebbe continuare fino a inizio 2013, come segnala la componente nuovi ordini del PMI terziario, ancora in area di netta contrazione (42,8 da 45,2) e vicina ai valori registrati in media nel 2009. Le previsioni sull'attività dei servizi nei prossimi dodici mesi sono risultate relativamente ottimistiche e in marginale miglioramento da ottobre (indice a 56,4 da 54,8, la media nel decennio pre-crisi era di 74,8).

Segnali di perdurante, sebbene minore, debolezza, vengono dalle rilevazioni sulla fiducia nei diversi comparti in Italia: l'indicatore composito di sentimento economico, elaborato dalla Commissione europea, è salito in novembre a 79,4 (da 79,0 di ottobre), dopo aver accumulato in un anno una perdita di quasi 12 punti e oscillando intorno ai valori più bassi da metà 2009 (Grafico 1.4). A livello dei singoli comparti, la fiducia ha mostrato segnali divergenti in novembre: è arretrata in modo particolare tra i consumatori (-3,5 punti da ottobre), mentre è rimasta stabile nelle costruzioni e nei servizi ed è migliorata nell'industria (+1,7) e nel commercio al dettaglio (+1,5). Nella media dell'ultimo bimestre il sentimento economico ha mostrato un rallentamento della contrazione rispetto ai trimestri precedenti: -0,2 punti da -1,4 nel terzo e -6,5 nel secondo.

Grafico 1.3



Grafico 1.4

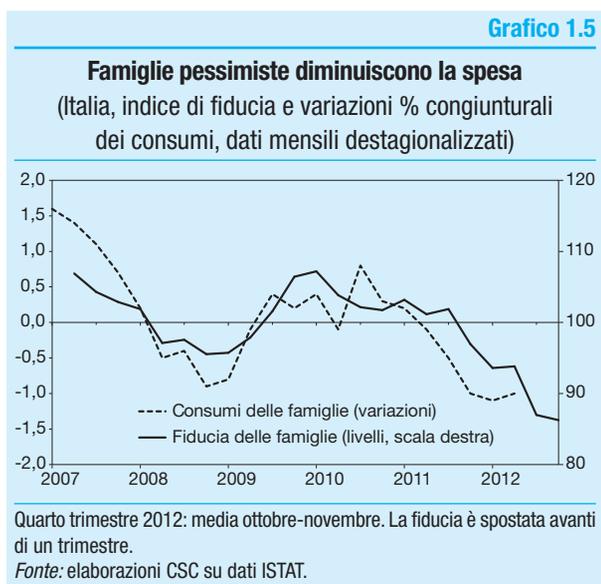


**Consumi indietro** La spesa delle famiglie, secondo il CSC, diminuisce del 3,2% quest'anno, dell'1,4% il prossimo e salirà solo dello 0,3% nel 2014.

Durante la precedente recessione il calo dei consumi era stato relativamente contenuto (-2,9%) rispetto al contestuale significativo arretramento del reddito disponibile reale delle famiglie (-4,2%). Dopo un recupero del 2,3%, la spesa dei consumatori è tornata a scendere dalla primavera del 2011. In termini cumulati il suo calo è stato più intenso rispetto a quello sofferto durante la passata recessione: nel secondo trimestre 2012 la variazione sul primo 2011 è stata infatti del -3,7%, contro il -2,9% tra secondo trimestre 2009 e terzo 2007. Rispetto ai livelli pre-crisi il gap è del 4,5%. Guardando nel dettaglio le componenti, si evidenzia un crollo significativo della spesa in beni durevoli (-11,0% dal primo trimestre 2011, in linea con quanto avvenuto nel periodo 2007-2009); quella in beni non durevoli è diminuita del 3,4% (-0,4% nella precedente recessione); la flessione è stata molto più contenuta per la domanda di servizi (-1,2% contro il -0,2%).

La contrazione della spesa è stata meno accentuata del nuovo calo del reddito disponibile reale delle famiglie: -5,4% nel secondo trimestre 2012 rispetto al quarto 2010. Cioché è stata ulteriormente intaccata la propensione al risparmio, scesa nello stesso periodo all'8,1% dal 9,8% (13,2% la media tra 2000 e 2007).

Stando alle determinanti, i consumi nella seconda metà del 2012 sono ulteriormente diminuiti: l'indice di fiducia delle famiglie è sceso ai minimi storici in novembre (84,8). Nel terzo trimestre era diminuito di 0,6 punti (a 86,2) rispetto al precedente e nella media di ottobre e novembre è calato di altri 0,7 punti (85,5; grafico 1.5). Tra le componenti dell'indice generale, i giudizi sulla situazione corrente sono di poco migliorati in novembre (+0,4 punti) dai minimi toccati in ottobre; le attese sulla situazione futura sono invece peggiorate (indice a 75,2 da 78,2 di ottobre), avvicinandosi al minimo storico (74,2) raggiunto nell'aprile scorso. Le attese sulla situazione economica delle famiglie e i giudizi sul bilancio familiare sono ulteriormente arretrati.



Il proseguimento della dinamica negativa della spesa delle famiglie nella seconda metà del 2012 è confermato anche dalla diminuzione dei giudizi sugli ordini interni rilevati presso

i produttori di beni di consumo: -3,0 punti il saldo nella media del terzo trimestre sul precedente. C'è stata invece una sostanziale stabilità (+0,7) in ottobre-novembre (Grafico 1.6) che suggerisce per inizio 2013 un andamento migliore.

I fattori che contribuiranno a determinare la variazione della spesa delle famiglie prevista per il 2013 e il 2014 comprendono l'espansione della politica monetaria, l'allentamento degli effetti restrittivi delle manovre di finanza pubblica e la minore incertezza grazie alla stabilizzazione dei mercati finanziari. Inoltre è probabile che ci sia per alcuni beni un rimbalzo dopo la forte compressione che si è avuta finora.

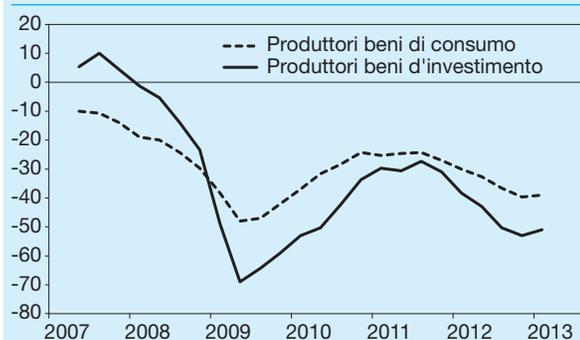
### Investimenti ancora giù

Gli investimenti fissi lordi, secondo le stime del CSC, diminuiscono dell'8,2% nel 2012 e dell'1,8% nel 2013, mentre nel 2014 saliranno dell'1,4%. In particolare, la spesa in macchine e mezzi di trasporto arretra del 9,9% quest'anno e dell'1,7% nel 2013, per poi recuperare l'1,9% nell'anno successivo. Quella in costruzioni seguita a calare: del 6,6% quest'anno e del 2,0% il prossimo; recupererà parzialmente nel 2014 (+0,9%). Nel complesso, gli investimenti fissi lordi alla fine del periodo di previsione saranno inferiori del 23,1% rispetto al 2007, una diminuzione che agisce negativamente sul potenziale di crescita e sulla produttività del Paese.

Dopo essere diminuiti del 16,5% tra terzo trimestre del 2007 e terzo del 2009, gli investimenti hanno recuperato solo il 3,3% fino al primo trimestre del 2011. Dal successivo, è iniziata una progressiva riduzione congiunturale, la cui intensità massima è stata raggiunta nel primo trimestre 2012 (-3,6%), che è proseguita fino alla primavera (-2,3%), quando ha accumulato una contrazione del 9,6% da inizio 2011. Per i successivi due trimestri la tendenza descritta dagli indicatori congiunturali è di ulteriore diminuzione: i giudizi sulla produzione dei beni strumentali sono peggiorati in novembre e si attestano sui valori dell'autunno 2009; quelli sugli ordini interni delle imprese che producono beni strumentali sono scesi di un punto in novembre (-52) e, nella media ottobre-novembre, sono marginalmente migliorati rispetto al terzo trimestre (-52 da -53), quando erano diminuiti di 2,7 punti sul secondo (indagine ISTAT sulle imprese manifatturiere; grafico 1.6). Tale parziale miglioramento è coerente con un'attenuazione della caduta degli investimenti nel primo trimestre del 2013.

Grafico 1.6

**Domanda interna meno negativa a inizio 2013**  
(Italia, saldi trimestrali dei giudizi su ordini interni, dati destagionalizzati, imprese manifatturiere)



Quarto trimestre: media ottobre-novembre. Gli ordini sono spostati avanti di un trimestre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

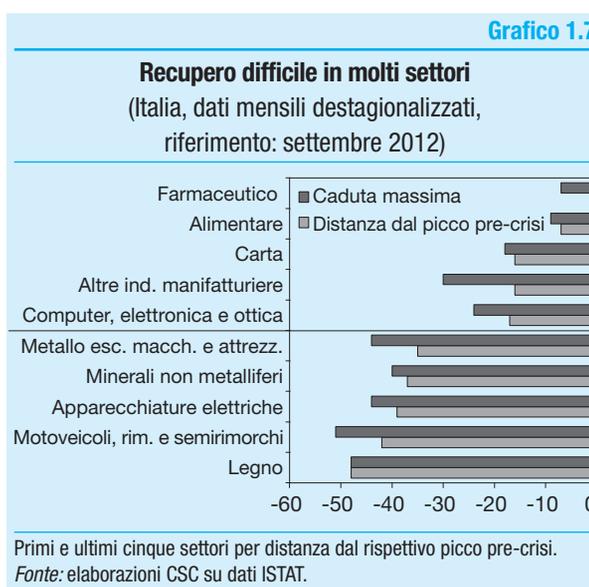
A condizionare le decisioni di spesa delle imprese sono: lo scarso utilizzo della capacità produttiva, stabilizzatasi nel terzo trimestre 2012 sui bassi livelli raggiunti nel secondo (69,6% da 69,5%); la debole domanda, soprattutto interna (è salita dal 50% al 56% la quota di imprese che segnala vincoli legati all'insufficienza della domanda); le aspettative molto negative; il *credit crunch* che si è aggravato negli ultimi mesi; l'ulteriore calo della redditività. Quest'ultima, secondo l'indagine Markit, tra le imprese manifatturiere ha continuato a diminuire in novembre (indice a 40,5 da 39,0 di ottobre), essendo stata profondamente intaccata dalla contrazione del fatturato e dai maggiori costi medi di acquisto.

La dinamica meno negativa nel 2013 e il recupero nel 2014 originano principalmente dall'allentamento monetario e dal rilancio dell'export. Gli investimenti in costruzioni risentiranno del calo della componente pubblica, dovuto ai tagli decisi per ridurre il deficit, e di quella residenziale.

### Produzione in flessione

La produzione industriale italiana è diminuita in novembre per il secondo mese consecutivo: -0,4% su ottobre quando è stato rilevato un calo dello 0,6% sul mese precedente (stime CSC). In novembre la distanza dal massimo pre-crisi (aprile 2008) si è ampliata a -23,9%. Nel quarto trimestre la variazione acquisita è di -1,2%.

A settembre 2012 nessun comparto di attività era tornato ai livelli pre-crisi e per alcuni la distanza era ancora superiore al 40%; lo spettro va dal -1,9% del farmaceutico al -48,2% del legno, settore nel quale la tendenza negativa, al di là delle oscillazioni congiunturali, non si è mai interrotta dall'inizio della crisi e ha raggiunto il minimo nell'ultimo mese (Grafico 1.7).



La produzione nelle costruzioni mostra una dinamica addirittura peggiore. In settembre è diminuita dell'8,0% su agosto, quando si era avuto un incremento del 4,9%. La distanza dal picco pre-crisi (febbraio 2008) è del 35,7%. Le difficoltà sono destinate a proseguire, stando alle indicazioni provenienti dalle indagini qualitative condotte presso le imprese.

### Migliorano i conti con l'estero...

Nello scenario CSC le esportazioni di beni e servizi crescono dello 0,6% nel 2012 e dell'1,2% nel 2013; soltanto nel 2014 tornano su un sentiero di crescita più sostenuta (2,8%). Le importazioni crollano del 7,4% quest'anno e scendono

dell'1,0% nel prossimo, per poi salire del 2,1% nel 2014.

Il contributo dell'export netto al PIL, positivo nel 2011 (1,4 punti percentuali), si è consolidato (2,4 punti) nel corso del 2012; sarà pari a 0,7 punti nel 2013 e a 0,2 nel 2014. Ciò dipende dalla forte riduzione delle importazioni di beni nei primi nove mesi del 2012 rispetto ai corrispondenti mesi del 2011 (-10,1% in volume), parzialmente controbilanciata dal leggero calo delle esportazioni (-0,9%), su cui però influisce la caduta nel quarto trimestre 2011 (Grafico 1.8).

Il crollo delle importazioni è frutto della debolezza della domanda interna di beni di consumo da parte delle famiglie, a causa della caduta del reddito disponibile, e di quelli intermedi e di investimento da parte delle imprese, che hanno rivisto al ribasso i piani di produzione presente e futura a fronte del calo dei margini e dell'aumento dell'incertezza.

#### ...ma l'export segna il passo

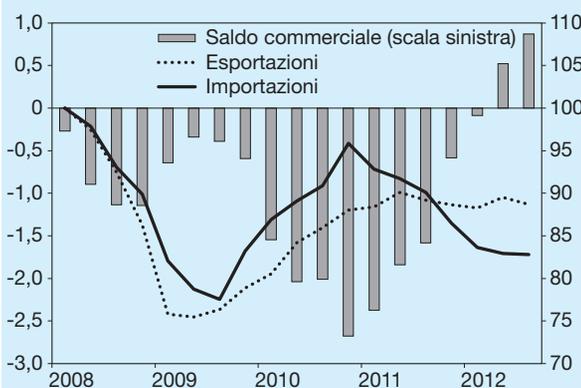
La debole performance delle esportazioni italiane risente dell'andamento dei mercati europei. Nei primi nove mesi del 2012 la crescita delle vendite nei mercati extra-UE (+2,5% in volume rispetto ai corrispondenti mesi del 2011) ha contribuito per 1,1 punti percentuali alla variazione complessiva, ma ha compensato solo parzialmente l'apporto negativo (-2,0 punti percentuali) della contrazione di quelle verso i mercati UE (-3,5%). Ha agito da freno anche la dinamica poco favorevole della competitività in termini di costo del lavoro per unità di prodotto (si veda più avanti).

Nel terzo trimestre dell'anno in corso le esportazioni italiane sono aumentate dello 0,7% in volume rispetto al secondo, in decelerazione dal +0,9% nel secondo e dal +1,0% nel primo. I dati di ottobre hanno confermato una crescita, seppur molto contenuta, nei mercati extra-europei (+0,7% in valore rispetto a settembre). Le prospettive complessivamente poco incoraggianti per i prossimi mesi sono confermate dai giudizi sugli ordini dall'estero espressi dalle imprese manifatturiere italiane, il cui saldo a novembre è ulteriormente peggiorato (-36) ed è molto al di sotto di quello medio nel 2011 (-20).

La bilancia commerciale risente, oltre che dell'andamento delle quantità scambiate, anche delle variazioni dei prezzi all'export e all'import. Le ragioni di scambio, dopo il rientro delle quotazioni petrolifere, contribuiranno positivamente al riequilibrio dei conti con l'e-

Grafico 1.8

**Importazioni giù, saldo commerciale in attivo**  
(Italia, saldo in % del PIL e indici primo trim. 2008=100, dati trimestrali destagionalizzati e in volume)

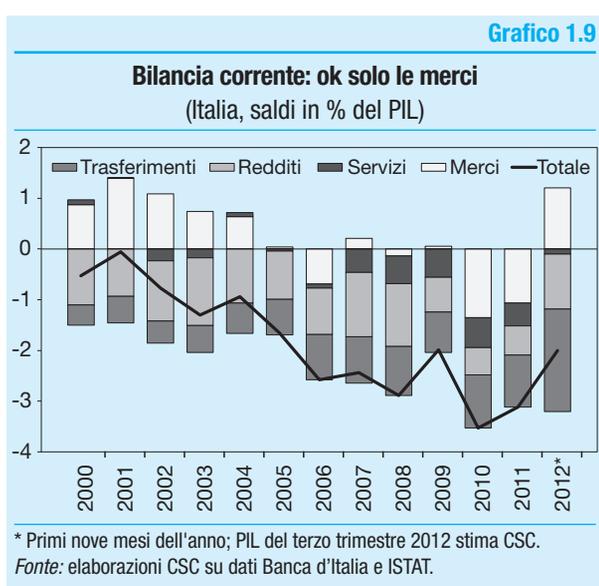


Stime CSC per il terzo trimestre 2012.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e Eurostat.

stero. Il CSC prevede, infatti, che la loro variazione passerà dal -3,2% nel 2011 al -1,3% nel 2012, diventerà positiva nel 2013 (+1,1%) e si attesterà a +0,1% nel 2014.

Prezzi e quantità hanno quindi favorito il ritorno all'attivo della bilancia commerciale: +0,8% del PIL in media nel 2012, dal -1,1% nel 2011; un saldo positivo già visibile nelle statistiche dei primi nove mesi dell'anno (+1,2%, secondo la stima del CSC del PIL corrente nel terzo trimestre). Nel 2013 l'avanzo commerciale complessivo si amplierà (+1,8%) e nel 2014 si stabilizzerà a +2,0%. Ciò contribuisce alla costante riduzione del disavanzo delle partite correnti: dal 3,1% del PIL nel 2011 all'1,4% nel 2012. Tale diminuzione è dovuta anche alla discesa delle importazioni di servizi, legata in parte agli stessi flussi commerciali (trasporti, assicurazioni) e in parte alla caduta del reddito disponibile delle famiglie che hanno perciò ridotto i viaggi all'estero (Grafico 1.9). La dinamica di questi due saldi, però, è più che compensata dal peggioramento registrato dal saldo dei redditi, che risente dell'aumento degli oneri sul debito estero e dei trasferimenti unilaterali (che includono le rimesse degli immigrati). Nel biennio di previsione il saldo della bilancia delle partite correnti si stabilizzerà al -0,5% del PIL nel 2013 e al -0,3% nel 2014.



### Credito scarso e costoso

Il credito erogato alle imprese italiane è in netto calo: -0,7% a settembre, proseguendo la riduzione iniziata nell'ottobre 2011 (-0,3% in media al mese nell'intero periodo; dati destagionalizzati). Sempre più aziende faticano a ottenere prestiti bancari. Altre hanno smesso di chiederli a fronte di tassi di interesse troppo alti. Il credito scarso e costoso frena gli investimenti e l'operatività delle imprese.

L'evoluzione dello scenario creditizio dipenderà dagli sviluppi nella doppia crisi dei debiti sovrani e dei bilanci bancari. La previsione del CSC si basa sull'ipotesi che governi e autorità europee completino un mosaico di interventi efficace e credibile, che riduca a livelli fisiologici e in modo permanente gli spread tra i rendimenti dei titoli di Stato. Negli ultimi mesi si è avuto un calo del rendimento del BTP decennale, intorno al 4,5% a dicembre, ma lo spread rispetto a quello sul Bund resta ampio (Grafico 1.10). Primi passi importanti sono stati fatti su vigilanza bancaria unica, ricapitalizzazione diretta delle banche da parte dell'ESM, acquisti di titoli sovrani da parte di BCE e ESM. Tuttavia, i tempi non saranno brevi

per attivare questi strumenti e mettere insieme gli altri tasselli della soluzione, tra i quali l'assicurazione comune sui depositi e un meccanismo europeo di gestione dei fallimenti di singole banche. Intanto, proseguirà il *deleveraging* bancario, a causa delle richieste di Basilea 3 sul capitale e dell'aumento dei prestiti in sofferenza. Tutto ciò, insieme alla bassa redditività sul *core business*, farà sì che il credito resti molto scarso nel medio termine (si veda il capitolo 2, *Nuova finanza alle imprese per superare la scarsità di credito*).

Secondo i dati qualitativi dell'indagine Banca d'Italia, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono stati ulteriormente irrigiditi nel terzo trimestre 2012, con un'intensità superiore a quella del secondo trimestre. La stretta addizionale, che si somma a quelle attuate fin dall'avvio della crisi, fa sì che le condizioni creditizie diventino sempre più penalizzanti per le imprese che operano in Italia e altri paesi in difficoltà rispetto a quelle applicate alle aziende dei paesi *core* di Eurolandia, specie la Germania (Grafico 1.11). L'indagine Banca d'Italia - Il Sole 24 Ore segnala che l'accesso al credito è peggiorato per il 26% delle imprese italiane nel terzo trimestre. Le banche italiane, che hanno attinto ai prestiti triennali BCE, non indicano più le difficoltà nel reperire liquidità e nel raccogliere fondi sui mercati tra i motivi della stretta, come invece facevano fino al primo trimestre 2012. Nel terzo trimestre l'offerta è stata ridotta per le attese negative sull'andamento dell'economia, quindi per i timori di aumento dei prestiti in sofferenza.

I dati qualitativi indicano che la stretta dell'offerta di credito è consistita, oltre che nel taglio dei volumi, anche in maggiori richieste di garanzie e accorciam-

Grafico 1.10

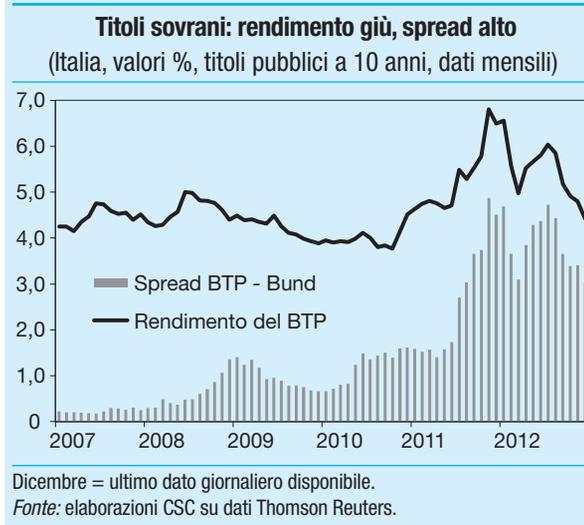
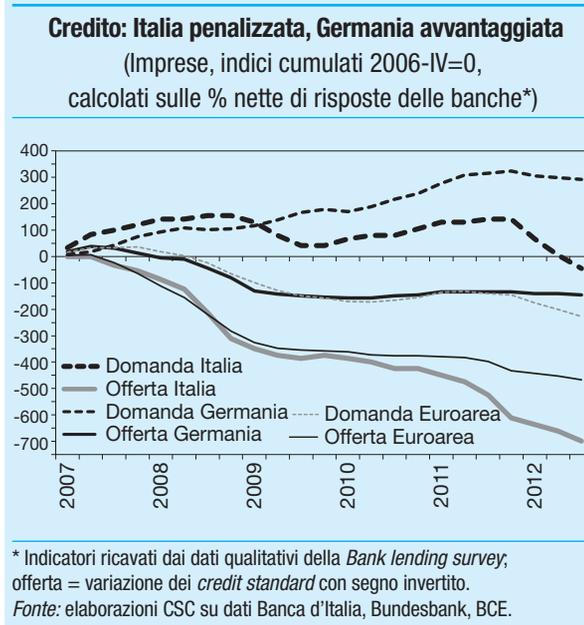


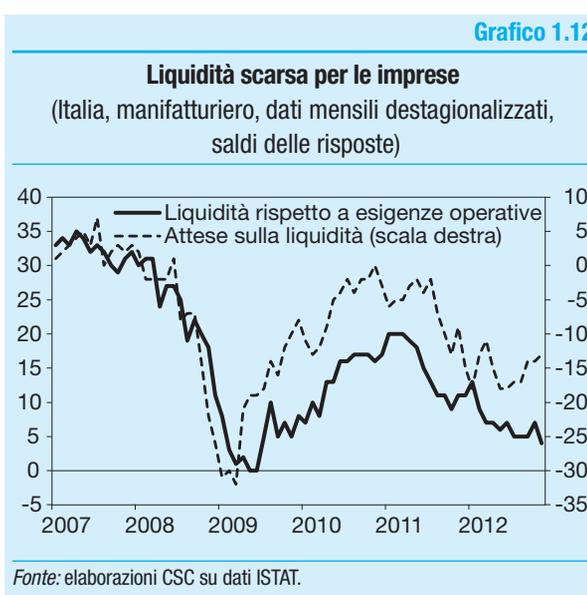
Grafico 1.11



mento delle scadenze. Ma soprattutto nell'aumento dei margini, che ha impedito alle imprese di beneficiare di tassi contenuti, in linea con i tagli BCE e il calo dei tassi di mercato a breve. Il tasso medio pagato a settembre dalle imprese italiane (3,5%) è più alto di quello di dodici mesi prima (3,4%), mentre l'Euribor è sceso a 0,2% da 1,5%.

La domanda di credito delle imprese in Italia è calata nel terzo trimestre 2012, seguendo le riduzioni nei primi due. Scendono le richieste di fondi per investimenti fissi, anche se a un ritmo minore; si è fermata la richiesta di credito per ristrutturare il debito; la domanda di fondi per finanziare scorte e capitale circolante ha iniziato a ridursi. Il calo della domanda di prestiti è dettato dal costo del denaro troppo elevato e dalla recessione, che ha tra le sue cause proprio la restrizione del credito dal lato dell'offerta.

La carenza di credito riduce la liquidità delle imprese. Secondo l'indagine ISTAT, nel manifatturiero la disponibilità di liquidità è a livelli molto ridotti rispetto alle esigenze operative (saldo a +4 a novembre, da +20 a inizio 2011). Le aziende prevedono ulteriori cali: le attese a tre mesi sono a -13 a novembre (da -2 a metà 2011; grafico 1.12).



### Deboli i prestiti alle famiglie

Lo stock di prestiti alle famiglie italiane si è ridotto dello 0,3% in media al mese tra maggio e luglio, registrando un piccolo recupero a settembre (+0,2%; dati destagionalizzati). Rispetto al massimo di gennaio, lo stock di prestiti è diminuito dell'1,0%. La dinamica annua è caduta in territorio negativo (-0,4% a settembre, da +10,1% a metà 2010). Alla spesa di molte famiglie manca, quindi, il supporto del credito.

L'indagine qualitativa della Banca d'Italia indica che nel terzo trimestre 2012 i criteri di offerta sono rimasti nel complesso invariati sia per i mutui sia per il credito al consumo, dopo la forte stretta dei trimestri precedenti. Le banche hanno alzato ancora di poco i margini di interesse, senza però stringere ulteriormente su garanzie e scadenze. Gli istituti indicano preoccupazioni per il deterioramento del quadro economico, mentre non segnalano più difficoltà significative in termini di costi di provvista e vincoli di bilancio.

La domanda cala, sia per i mutui sia per il credito al consumo. Diversamente che per le imprese, il calo è in atto fin dal 2011. La riduzione della fiducia è la causa principale di tale andamento. Le famiglie, inoltre, tagliano gli acquisti di beni durevoli e di immobili per

destinare le loro risorse, più scarse (data la caduta del reddito disponibile), ai beni di consumo necessari e non comprimibili. Le minori richieste di finanziamenti riflettono, infine, un costo del denaro troppo alto. Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) per i nuovi mutui ha seguito solo in parte il calo dell'Euribor, fermandosi al 4,1% a settembre (4,6% a febbraio); lo spread tra i due è cresciuto a 3,9 punti a settembre (2,2 un anno prima). Andamento simile per il tasso sul credito al consumo, stabilizzatosi al 9,7% in ottobre (10,1% a febbraio), con spread sull'Euribor balzato a 9,5 punti (da 7,7).

### Occupazione giù fino a fine 2013

Le condizioni del mercato del lavoro italiano restano preoccupanti come già delineato nello scenario di settembre. Il CSC stima che l'occupazione (calcolata sulle ULA, unità di lavoro equivalenti a tempo pieno), dopo il +0,1% nel 2011, cali dell'1,2% nel 2012 (-0,9% già acquisito al secondo trimestre) e dello 0,6% nel 2013. Solo sul finire dell'anno prossimo le variazioni congiunturali torneranno positive e nel 2014 si registrerà un incremento dello 0,1% in risposta alla ripresa del PIL. Il 2014 si chiuderà con 1 milione e 421 mila ULA occupate in meno rispetto a inizio 2008 (-5,7%). La flessione del PIL nella seconda parte del 2011 ha interrotto la ripresa della domanda di lavoro che era iniziata a fine 2010. Le ULA hanno cominciato a ridursi nel terzo trimestre del 2011 e nel primo trimestre del 2012 hanno toccato un nuovo punto di minimo dall'inizio della crisi (-1 milione e 261 mila unità rispetto all'avvio del 2008: -5,0%). Un vuoto occupazionale che, appunto, si amplierà nei prossimi trimestri, dato che la contrazione delle ULA non si esaurirà prima del quarto trimestre del 2013 (Grafico 1.13).



L'arretramento in corso colpisce soprattutto l'occupazione nell'industria in senso stretto, che è calata di 714 mila ULA nel secondo trimestre 2012 rispetto all'inizio del 2008 (-14,2%); è un ammontare che rappresenta oltre la metà di quello registrato nell'intera economia e che riflette la caduta ampia del valore aggiunto industriale (-15,2%). Nei servizi privati la flessione delle ULA nello stesso periodo è stata pari a 170 mila unità (-1,4%), a fronte di una diminuzione del valore aggiunto del 3,1%.

Nonostante i bassi livelli di attività le imprese hanno cercato di non tagliare posizioni lavorative. Il ricorso alla CIG è alto: in novembre 2012 le ore autorizzate sono salite del 27,5%

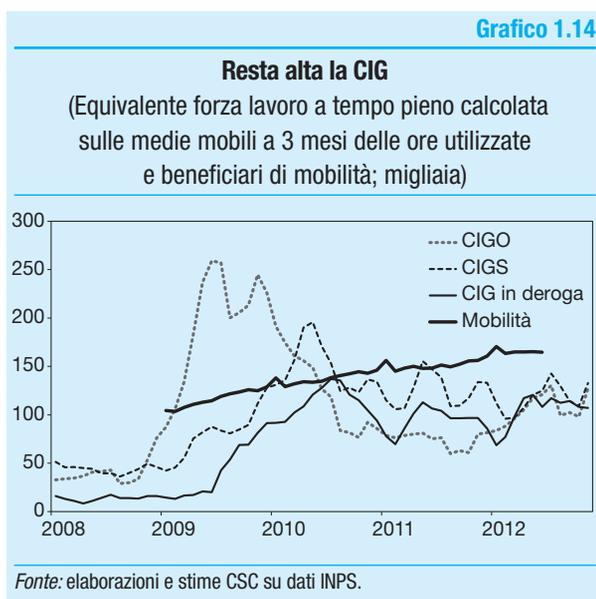
rispetto allo stesso mese del 2011. Le imprese, però, non potranno proseguire a lungo in questa politica, data la dimensione raggiunta dai cali di attività e fatturato e saranno probabilmente costrette a tagliare i posti di lavoro. Questo cambiamento è già testimoniato da alcuni indicatori qualitativi. Nel PMI manifatturiero la componente occupazionale a 45,7 nel bimestre ottobre-novembre, da 44,8 del trimestre precedente, segnala diminuzione degli organici. Anche nei servizi la medesima componente del PMI nel bimestre ottobre-novembre rivela una marcata contrazione dell'occupazione (componente dell'indice a 44,9, dal 45,5 medio del trimestre precedente).

Il futuro prossimo non sembra migliore: a novembre 2012 il saldo delle attese delle imprese manifatturiere sull'occupazione nei successivi tre mesi, rilevate dall'ISTAT, è ai minimi storici: indice a -13, da -11 di settembre.

Dopo il picco registrato a luglio 2012 (equivalente a 390mila unità di lavoro standard), comincia a diminuire lentamente il bacino di utilizzo della CIG. Tenendo conto che solo una frazione delle ore autorizzate è effettivamente utilizzata dalle imprese, il CSC stima che a ottobre-novembre 2012 le unità di lavoro a tempo pieno equivalente complessivamente coinvolte dalla CIG siano state 340mila (-3,7% in meno rispetto al trimestre precedente)<sup>1</sup>.

In particolare, è cresciuto il ricorso agli interventi ordinari (112mila unità coinvolte, da 70mila dell'autunno scorso) rispetto agli straordinari, che sono invece in calo (120mila ULA da 125mila dello stesso bimestre dello scorso anno). Quelli in deroga, che fluttuano di più, si attestano su livelli elevati (108mila ULA coinvolte). I dati INPS sul numero dei lavoratori in mobilità si fermano a giugno 2012: 164mila beneficiari, +22,6% rispetto a due anni prima<sup>2</sup> (Grafico 1.14).

Il *labor hoarding* (trattenimento dei lavoratori da parte delle imprese) rimarrà



<sup>1</sup> Il calcolo delle ULA in CIG è effettuato assumendo che nel periodo gennaio-luglio 2012 la quota di ore autorizzate effettivamente utilizzata dalle imprese sia stata pari a quella stimata dall'INPS per il 2011 (57,4% per gli interventi ordinari e 52,9% per quelli straordinari e in deroga).

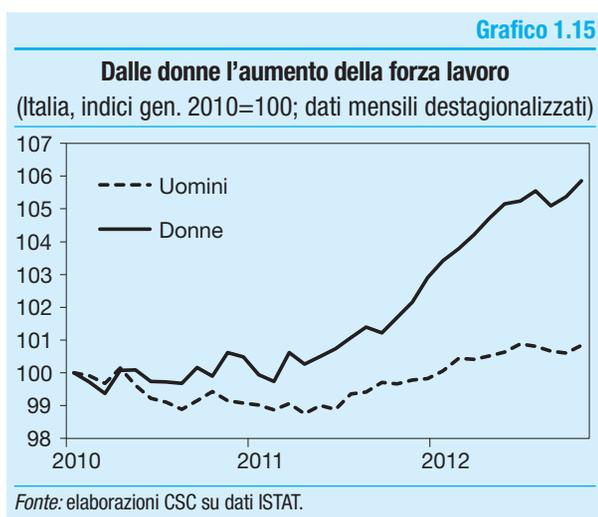
<sup>2</sup> La riforma del mercato del lavoro (legge n. 92/2012) prevede che l'istituto della mobilità sia abrogato a decorrere dal 1° gennaio 2017 e che, dal 2015 e fino a tale data, vi sia una progressiva riduzione della durata della relativa indennità. A partire dal 2013, con un incremento progressivo, entrerà in vigore l'ASPI, che sarà a regime dal 1° gennaio 2016.

alto nei prossimi mesi. Il CSC stima che a fine 2013 ci saranno ancora 340mila ULA coinvolte; un utilizzo complessivo simile a quello della primavera 2009, ma caratterizzato da un'incidenza più che dimezzata degli interventi ordinari (dal 70% al 33%). L'andamento dell'occupazione è strettamente legato al ricorso alla CIG, in quanto il mancato reintegro dei cassaintegrati si traduce in disoccupazione. Dato il profilo atteso per la domanda di lavoro e per l'impiego della CIG e ipotizzando che non tutti i cassaintegrati saranno riassorbiti, il numero di persone occupate calerà di 143mila unità tra il terzo trimestre 2012 e la fine del 2013. Il 2014, si chiuderà con 144mila occupati in meno rispetto al terzo trimestre del 2012. Il numero degli occupati registrerà un +0,1% nella media del 2012, -0,4% nel 2013 e -0,2% nel 2014. A fine 2014 ci saranno 560mila persone impiegate in meno rispetto al primo trimestre 2008.

**Aumenta la forza lavoro femminile** L'aumento della partecipazione al mercato del lavoro è cominciato nella primavera del 2011, in contrasto con quanto avvenuto negli anni precedenti, quando le difficoltà a trovare impiego ne avevano scoraggiato la ricerca. L'inversione di tendenza alimenta le file dei disoccupati in uno scenario in cui, con un'economia in profonda recessione, è difficile trovare lavoro<sup>3</sup>.

In base ai dati mensili, a ottobre i disoccupati hanno superato i 2,8 milioni, rappresentando l'11,1% della forza lavoro, in aumento di 0,5 punti percentuali rispetto ai tre mesi precedenti. Nel terzo trimestre del 2012 il numero di persone che partecipano al mercato del lavoro è rimasto pressoché invariato (+0,1%); la componente femminile tuttavia continua ad aumentare (+27mila unità), quella maschile rimane stabile (+4mila unità; grafico 1.15).

L'aumento della forza lavoro femminile è un fenomeno legato alla recessione ma che non si esaurirà con essa. Alla fine del periodo recessivo troveremo un mercato del lavoro diverso da quello esistente in precedenza; la sfida sarà quella di far aumentare non solo il tasso di partecipazione ma anche il tasso di occupazione femminile.



<sup>3</sup> Si veda il riquadro *La crisi spinge gli italiani a cercare lavoro*, Scenari economici, n.15, settembre 2012.

## Italia più produttiva se sale l'occupazione femminile

Promuovere l'occupazione delle donne nell'economia non è solo una questione di equità e di pari diritti ma anche una questione di efficienza, perché il basso impiego delle donne nel lavoro significa spreco di risorse e talenti. Nelle economie dove il tasso di occupazione femminile è più alto il PIL pro-capite è pure più elevato. In Italia, un semplice esercizio illustra che facendo aumentare il tasso di occupazione femminile (47,4% nel terzo trimestre del 2012) fino a portarlo ai livelli di quello maschile (66,7%), parità che si osserva in molte economie avanzate, il PIL italiano potrebbe aumentare di circa il 13,6%<sup>1</sup>. La condizione delle donne nel mercato del lavoro in Italia è sostanzialmente migliorata negli ultimi decenni, soprattutto al Nord, ma il divario con gli standard europei è ancora ampio. Un tema centrale è rappresentato dalle politiche di conciliazione tra lavoro e famiglia, indispensabili per elevare i livelli di attività femminile ai valori maschili e per consentire alle donne di raggiungere retribuzioni e prospettive di carriera adeguati alla loro formazione.

Il mercato del lavoro in Italia ha mostrato nell'ultimo anno (cioè dal terzo trimestre del 2011) un aumento della forza lavoro nonostante il periodo di recessione, in particolare nella sua componente femminile. Contrariamente a quanto successo in altri paesi, infatti, il tasso di attività è salito, soprattutto per le donne (+2,0 punti percentuali tra il terzo trimestre del 2011 e il terzo 2012)<sup>2</sup>. Tuttavia, sebbene il tasso di partecipazione sia cresciuto, il dato italiano è ancora molto distante da quello di altri paesi europei: nel 2011 il tasso di partecipazione delle donne italiane era pari al 51,5%, contro il 71,8% in Germania e il 66,2% in Francia.

Le differenze tra i generi in Italia sono evidenti anche in relazione al tasso di occupazione: quello femminile, nella fascia tra i 15 e i 64 anni, era pari, nel 2011, al 46,5% contro il 67,5% per gli uomini. Anche in questo caso si è assistito ad un miglioramento negli anni: nel 1997, il tasso di occupazione femminile era pari al 38,5%. Tuttavia, i numeri sono molto distanti dalla media OCSE (56,7%) e ancor più dagli obiettivi comunitari indicati nella strategia 2020, dove si auspica un tasso di occupazione per entrambi i sessi pari al 75% entro il 2020.

Il basso tasso di occupazione femminile è caratterizzato da forti differenze territoriali e generazionali. Tra le giovani donne (25-34 anni) nel Mezzogiorno il tasso di occupazione è del 34,9% contro il 60,3% degli uomini, valori assai lontani dalla media OCSE (63,5% per le donne e 83,0% per gli uomini); al Nord è del 70,2%, contro l'86,3% dei maschi, comparabile alla situazione in Germania, dove i tassi di occupazione dei giovani tra 25 e 34 anni sono del 74,8% e dell'84,2% rispettivamente (Tabella A).

<sup>1</sup> La stima è stata effettuata considerando un'elasticità del PIL rispetto all'occupazione pari a 0,70.

<sup>2</sup> Si veda il riquadro *La crisi spinge gli Italiani a cercare lavoro*, Scenari economici n.15, settembre 2012.

Tabella A

**Al Nord le italiane più occupate, ma non come le tedesche**

(Valori percentuali, 2011)

	Tasso di occupazione femminile					Tasso di occupazione maschile				
	15-64 anni	25-34 anni	35-44 anni	45-54 anni	55-64 anni	15-64 anni	25-34 anni	35-44 anni	45-54 anni	55-64 anni
Germania	67,7	74,8	78,8	79,2	53,0	77,4	84,2	90,5	88,0	67,0
Francia	59,7	72,1	78,0	78,0	39,0	68,1	84,1	88,7	87,0	44,0
Spagna	52,8	64,1	64,4	59,4	35,6	64,1	69,8	77,6	75,7	53,9
Media OCSE	56,7	63,5	66,8	67,6	46,0	73,0	83,0	87,8	84,0	63,4
<b>Italia</b>	<b>46,5</b>	<b>55,4</b>	<b>62,1</b>	<b>58,4</b>	<b>28,1</b>	<b>67,5</b>	<b>75,1</b>	<b>87,1</b>	<b>86,4</b>	<b>48,4</b>
Nord	56,6	70,2	74,8	69,9	29,6	73,8	86,3	92,7	91,3	47,0
Centro	51,7	61,6	67,7	64,6	32,6	70,7	78,0	91,0	89,6	50,4
Sud e Isole	30,8	34,9	41,0	39,2	23,4	57,4	60,3	76,2	77,3	49,0

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT e OCSE.

Queste differenze di genere nell'occupazione trovano riscontro anche in retribuzioni medie molto inferiori a parità di titolo di studio<sup>3</sup> e stridono con i numeri relativi all'istruzione: le donne studiano di più (il 57% tra quanti hanno conseguito il titolo nel 2008 è donna) e conseguono voti più alti<sup>4</sup>.

Le differenze si accentuano quando arrivano i figli: il tasso di occupazione delle donne tra i 25 e i 44 anni passa dal 73,1% per le coniugate senza figli al 52,5% per quelle con uno o più figli. Per gli uomini non ci sono effetti significativi, essendo il tasso di occupazione per i coniugati senza figli pari al 90,9% e prossimo al 90,5% quello per i padri coniugati con uno o più figli. Inoltre, mentre tra le madri il 30% interrompe il lavoro per motivi familiari, la percentuale tra i padri è pari al 3%<sup>5</sup>. Questi dati suggeriscono che sono le donne a sostenere quasi interamente i costi della conciliazione tra famiglia e lavoro. Le donne che vogliono entrare nel mercato del lavoro e rimanerci anche dopo essere diventate madri, si trovano molto spesso davanti a una scelta difficile tra carriera e famiglia, che le spinge in molti casi a uscire dal mercato del lavoro, spesso definitivamente<sup>6</sup>.

Le ragioni che spingono le madri fuori dal mercato del lavoro sono tante e, tra queste, la bassa copertura di servizi per l'infanzia; infatti, la mancanza di servizi di supporto al-

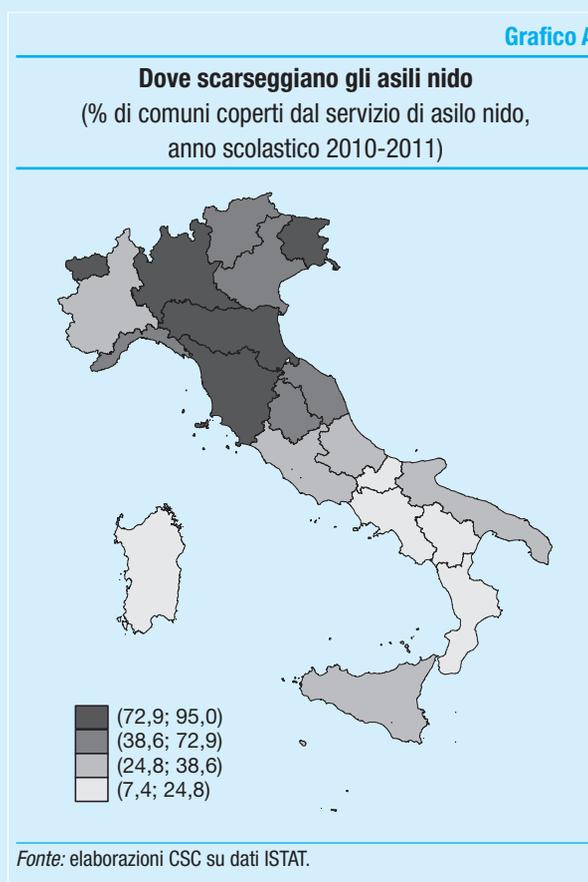
<sup>3</sup> Le stime di Casarico e Profeta (2010) mostrano che fatto 100 il salario medio di un laureato, quello medio di una laureata è di 66.

<sup>4</sup> Casarico A., Profeta P. (2010), *Donne in attesa. L'Italia delle disparità di genere*, EGEA, Milano.

<sup>5</sup> ISTAT (2011), *Il lavoro femminile in tempo di crisi*.

<sup>6</sup> Pacelli L., Pasqua S., Villosio C. (2009), *What does the stork bring to women*, LRR working paper n. 78.

l'infanzia rende alto il costo opportunità di lavorare per le donne, soprattutto per le giovani madri con figli in età pre-scolare. In Italia la copertura di asili nido è territorialmente molto variabile e rispecchia (non sorprendentemente) le differenze regionali nel tasso di occupazione femminile. Nel Mezzogiorno la situazione è particolarmente drammatica: nell'anno scolastico 2010-2011 in Campania solo il 17,6% dei comuni offriva un servizio di asilo nido pubblico o convenzionato, in Calabria il 15,9% e in Puglia il 34,1%; a fronte di questi numeri i tassi di occupazione femminile per le tre regioni erano, nel 2011, rispettivamente pari a 25,4%, 31,3% e 30,1%. Nel Nord la presenza di asili nido pubblici o convenzionati è notevolmente più alta, con le percentuali più elevate nei comuni di Emilia-Romagna e Friuli-Venezia Giulia, rispettivamente pari all'83,3% e all'95%; i tassi di occupazione femminile nelle due regioni sono anche tra i più alti del paese: rispettivamente del 60,9% e 56,6% (Grafico A).



L'insufficienza di strutture pubbliche per la prima infanzia sufficientemente sviluppate è confermata dall'alta media nazionale di domande di accesso all'asilo nido rimaste inevase, pari al 23,5% del totale, con il picco registrato in Calabria (39,0%)<sup>7</sup>. Con una copertura di servizi pubblici così bassa non sorprende che in Italia un'alta quota di nonni si prenda cura dei bambini: 31%, contro il 15% in Germania, il 9% in Francia e il 2% in Danimarca. Questo fattore è legato (sebbene non sia facile stabilire il nesso causale) anche alla scarsa mobilità territoriale degli italiani, tanto che una giovane coppia ha mediamente almeno una delle due famiglie di origine nelle vicinanze<sup>8</sup>. Ma se i nonni abitano lontani o non possono occuparsi dei nipoti che succede? Quanto costa alle donne (che

<sup>7</sup> Dati relativi al 2010, elaborazioni di Cittadinanzattiva su dati Ministero degli Interni.

<sup>8</sup> Aassve A., Meroni E. e Pronzato C. (2012), *Grandparenting and Childbearing in the Extended Family*, European Journal of Population.

sono quelle su cui gravano maggiormente i costi della conciliazione) continuare a lavorare? Cerchiamo di quantificare i costi per una famiglia-tipo.

La famiglia Rossi è composta da due coniugi e un bambino di 10 mesi. Il signor Rossi è laureato ed è occupato come lavoratore dipendente, mentre la signora Rossi ha un diploma e lavora pure come dipendente. Vivono in una casa di proprietà dei genitori del signor Rossi, in un paese nel Nord d'Italia<sup>9</sup>. Entrambi hanno un contratto di lavoro a tempo pieno. La signora Rossi ha ripreso a lavorare dopo il congedo obbligatorio di maternità (5 mesi). Il loro reddito lordo annuo è stato calcolato in base all'indagine Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane relativa al 2010: il signor Rossi percepisce un reddito lordo da lavoratore dipendente pari a 31.876 euro; la signora Rossi ha un reddito più basso e pari a 24.003 euro. Sulla base di tali guadagni e dell'ipotetico valore di affitto per l'abitazione utilizzata, è stato calcolato un valore ISEE pari a 24.946<sup>10</sup>. La quota mensile per un asilo nido pubblico corrispondente a tale reddito è di 366 euro<sup>11</sup>. Se decidesero di far frequentare al piccolo Rossi un asilo privato, perché non rientrano nelle graduatorie pubbliche o perché gli orari di un asilo privato sono più conciliabili con le giornate lavorative dei coniugi, la retta sarebbe probabilmente più alta<sup>12</sup>. I costi monetari della conciliazione tra lavoro e famiglia risultano pertanto molto elevati: per i primi tre anni di vita di un bambino, le spese mensili solo per l'asilo nido ammontano al 24,5% dello stipendio netto mensile (1.492 euro) della madre (Tabella B).

Tabella B

**Redditi e spese per asilo nido di una famiglia tipo**

Reddito lordo da lavoro dipendente	55.879
<i>Uomo</i>	31.876
<i>Donna</i>	24.003
Reddito netto da lavoro dipendente	40.449
<i>Uomo</i>	22.543
<i>Donna</i>	17.906
Indicatore ISEE	24.946
Retta mensile asilo nido pubblico a tempo pieno	366

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia e tariffe fornite dai comuni di Bologna, Milano e Torino.

<sup>9</sup> Dall'indagine condotta da Banca d'Italia risulta che la famiglia-tipo è composta in media da 2,53 componenti, il capofamiglia è di sesso maschile nel 68,3% dei casi ed è un lavoratore dipendente nel 46,2% dei casi. Al Nord risiede il 48,4% delle famiglie, il 31,6% al Sud e nelle Isole e il 19,9% al Centro.

<sup>10</sup> L'ISEE, ovvero l'indicatore della situazione economica equivalente, consente di misurare la condizione economica delle famiglie italiane. L'indicatore tiene conto del reddito, del patrimonio (mobiliare e immobiliare) e delle caratteristiche di un nucleo familiare (per numerosità e tipologia).

<sup>11</sup> Le tariffe comunali variano molto tra le città; la quota mensile di 366 euro è stata calcolata come media delle tariffe per il tempo pieno corrispondenti ad un reddito ISEE pari a 24.946 euro in tre città del Nord Italia (Torino, Bologna e Milano).

<sup>12</sup> Le tariffe per gli asili nido privati variano in relazione agli orari e ai servizi offerti; una tariffa mensile media per il Nord secondo le informazioni disponibili in rete è di circa 550 euro.

Con questi numeri non sorprende che molte donne decidano di smettere di lavorare dopo la nascita del primo figlio. All'aumentare dell'età dei figli, la copertura di scuole per l'infanzia migliora sensibilmente. A livello nazionale, circa il 70% dei bambini tra i 3 e i 5 anni frequenta una struttura pubblica. Le donne rimangono, però, penalizzate soprattutto a causa degli orari poco flessibili<sup>13</sup>. La perdita di capitale umano per il paese è rilevante; alcuni studi stimano che la probabilità di uscire dal mercato del lavoro per le madri con un salario medio è pari al 40%<sup>14</sup>. A questo si aggiunge la difficoltà sempre maggiore (per entrambi i sessi) di ritrovare lavoro una volta perso, stante un tasso di disoccupazione che nel terzo trimestre del 2012 è stato pari al 11,1%. Investire in politiche pubbliche di conciliazione famiglia-lavoro, sviluppando una rete di servizi ampia, è quindi fondamentale per aumentare il tasso di occupazione delle donne. Un buon investimento per tutto il Paese.

<sup>13</sup> Ferrera M. (2008), *Il fattore D. Perché il lavoro delle donne farà crescere l'Italia*, Mondadori, Milano.

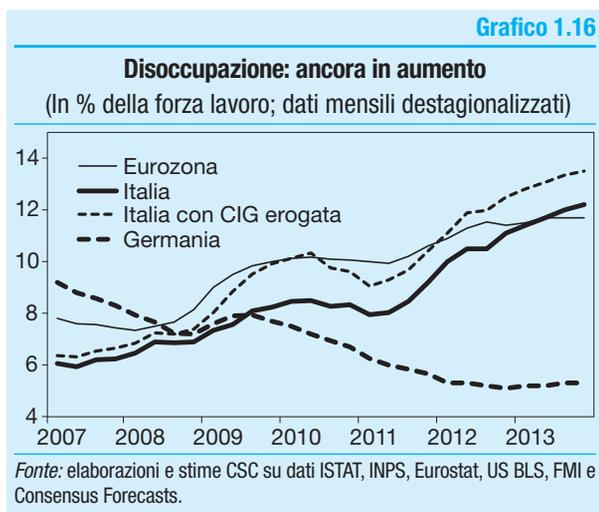
<sup>14</sup> Pacelli L., Pasqua S., Villosio C. (2007), *What does the stork bring to women*, LRR working paper n. 78.

### Disoccupazione in crescita

Il CSC stima che il tasso di partecipazione al mercato del lavoro continuerà ad aumentare nei prossimi trimestri, seppure a ritmi meno marcati rispetto a quelli osservati dal terzo trimestre del 2011. Pur mettendo in conto che la debolezza del mercato del lavoro scoraggerà alcuni, permarranno gli effetti strutturali dell'aumento dell'età pensionabile, che porta inevitabilmente i lavoratori a rimanere attivi più a lungo. Questo fenomeno è già evidente nei dati: tra le donne con più di 55 anni di età, la forza lavoro ha registrato un +11,7% nel terzo trimestre del 2012, rispetto ad un anno prima, contro il 3,0% delle classi più giovani; per gli uomini si registra un incremento dell'8,5% per le classi di età più anziane, nessun cambiamento per di quelle più giovani. Dato il profilo previsto per gli occupati e per la forza lavoro (che in media d'anno registrerà un +2,4% nel 2012, un +1% nel 2013 e un +0,5% nel 2014), il tasso di disoccupazione raggiungerà l'11,1% a fine 2012 (10,6% in media d'anno) e il 12,2% a fine 2013 (11,8% in media d'anno), contro il 10,7% e 12,5% rispettivamente attesi nel settembre scorso. Nel 2014 il tasso di disoccupazione sarà pari a 12,4% in media d'anno. Se si includono le ULA equivalenti in CIG, l'incidenza della forza lavoro inutilizzata arriva al 12,5% a fine 2012, al 13,5% a fine 2013 e al 13,6% nel 2014.

Un alto tasso di disoccupazione caratterizza molti altri paesi europei. In ottobre la disoccupazione nell'Area euro ha raggiunto l'11,7% della forza lavoro, contro l'11,1% in Italia. Tra

le principali economie, il tasso di disoccupazione rimane stabile in Francia rispetto al mese precedente (10,7%) e aumenta ancora in Spagna, dove si registrano situazioni più drammatiche (26,2%, +0,4 punti su settembre). In Germania, il tasso di disoccupazione è sceso a settembre a 5,4% (da 5,5% di agosto) rimandando poi stabile a ottobre. Le previsioni raccolte da *Consensus Forecasts* registrano un tasso di disoccupazione medio per l'Eurozona pari all'11,7% per il 2013 e al 7,8% per gli USA (Grafico 1.16).



**Salari: aumenti più alti nei contrattuali che in quelli di fatto** La dinamica delle retribuzioni di fatto nel biennio 2013-2014, come già nei due anni precedenti, sarà alimentata quasi esclusivamente dall'aumento delle retribuzioni contrattuali. Infatti, con un PIL in calo fino al secondo trimestre del 2013 incluso e con un tasso di disoccupazione in aumento, si attenueranno sia il ricorso allo straordinario sia l'andamento dei superminimi, dei premi aziendali e di altri premi individuali e collettivi.

L'indice delle retribuzioni contrattuali per l'intera economia, proiettato in avanti sulla base delle regole definite dall'accordo del 2009 recepito dai contratti attualmente in vigore, registrerà un aumento pari all'1,5% per il 2012. All'inizio del 2013 scadranno alcuni contratti nazionali collettivi (CCNL) nell'industria, prima della scadenza si sono aperte le trattative per i rinnovi, alcune già concluse. Il CSC stima che le retribuzioni contrattuali nell'industria e in generale nel settore privato aumenteranno nel prossimo biennio in linea con quanto previsto a settembre, quando si era già tenuto conto dello slittamento dell'aumento dell'IVA<sup>4</sup>. Il CSC valuta che le retribuzioni rimarranno invariate nel comparto pubblico, a causa del blocco delle procedure negoziali prolungato a tutto il 2014.

Assumendo che i rinnovi contrattuali avvengano nel settore privato senza ritardi, secondo le regole del Protocollo del 2009, e che non ci siano rinnovi per tutto il 2013 e 2014 nel settore pubblico (che rappresenta circa un quarto del monte retributivo totale), il CSC stima che la dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'intera economia sarà pari all'1,6% sia nel 2013 sia nel 2014. Quella delle retribuzioni di fatto, tuttavia, si fermerà all'1,0% nel 2013 (dall'1,2%

<sup>4</sup> La Legge di stabilità approvata al momento solo alla Camera dispone l'applicazione dell'incremento di un punto dell'aliquota ordinaria IVA, dal 21% al 22%, dal luglio 2013 (in precedenza erano 2 punti). Prima di questo provvedimento, l'ISTAT aveva effettuato una previsione dell'inflazione misurata dall'indice IPCA al netto della dinamica dei prezzi dei beni energetici importati per gli anni 2012-2015: +3,0% nel 2012, +2,0% nel 2013, +1,8% nel 2014 e +2,1% per il 2015.

nel 2012) e all'1,3% nel 2014. Il divario tra l'andamento delle retribuzioni contrattuali e quelle di fatto è dovuto a politiche aziendali di contenimento dei costi, volte a salvaguardare l'occupazione, realizzate agendo sulle voci retributive premiali e sugli orari, con l'abbattimento degli straordinari o la stipula di contratti di solidarietà. Queste politiche si attenueranno nel 2014, complice la debole ripresa economica. Il quadro illustrato non muta se vi sarà, come auspicato, una corretta e diffusa applicazione dell'accordo sulla produttività firmato da Confindustria e dalle altre parti sociali, CGIL esclusa, perché in base ad esso i guadagni di efficienza determineranno soprattutto maggiori retribuzioni di fatto nette.

### CLUP ancora in aumento

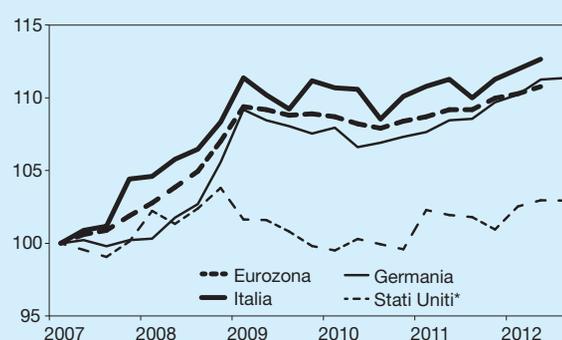
Il CSC stima che in Italia il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) crescerà quest'anno dell'1,8% (+0,8% nel 2011) a causa della caduta della produttività (-0,7%, dopo il +0,5% del 2011) accompagnata da un incremento del costo del lavoro (+1,2%, dopo il +1,4%). Nel 2013 il costo del lavoro crescerà dell'1,0%, ma la contrazione della produttività sarà più contenuta (-0,3%): il ritmo di crescita del CLUP si ridimensionerà, pur rimanendo non piccolo (+1,3%). Nel 2014 il CLUP crescerà dello 0,6%, data la produttività in aumento (+0,7%) e la crescita del costo del lavoro dell'1,2%. I rialzi del CLUP non contribuiscono a ridurre lo svantaggio competitivo delle imprese italiane, già alto: dal primo trimestre 1997 al secondo trimestre 2012 il differenziale nella dinamica del CLUP tra Italia e Germania è stato di 24,5 punti percentuali. Il CLUP è in crescita anche in altri paesi, con una dinamica comunque più bassa di quella italiana (Grafico 1.17).

### Prezzi al consumo in frenata

La dinamica dei prezzi al consumo italiani è scesa al +2,5% annuo a novembre (dal 3,2% in settembre, indice NIC). Nei prossimi mesi continuerà a frenare (+1,6% a fine 2013). In media, l'incremento dei prezzi si attesterà all'1,8% nel 2013 (dal 3,1% nel 2012) e all'1,6% nel 2014. La dinamica è sottoposta a due forze che spingono i prezzi in direzioni opposte: la recessione tende a comprimerli mentre il petrolio ancora molto caro in euro e l'aumento di imposte indirette e tariffe a tenerli alti. Nello scenario CSC la graduale flessione nel corso del 2013 sarà guidata dalla riduzione dei prezzi energetici, data la previsione di quotazioni in calo per il petrolio.

Grafico 1.17

**Nel CLUP l'Italia non recupera sulla Germania**  
(Costo del lavoro per unità di prodotto, dati destagionalizzati, primo trimestre 2007=100)



\* Settore non agricolo.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e BLS.

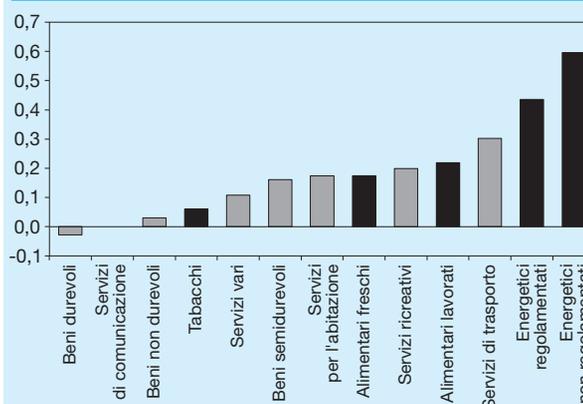
L'inflazione *core*, calcolata escludendo energetici e alimentari, resterà sostanzialmente stabile nel prossimo anno e nel 2014. Questa misura della dinamica di fondo dei prezzi al consumo, infatti, è già calata bruscamente negli ultimi mesi, in presa diretta con la debolezza della domanda interna e nonostante i rincari dovuti agli interventi fiscali e tariffari: 1,3% annuo a novembre, da 2,0% in agosto (1,7% in media nel 2012). È perciò molto più bassa di quella totale (di 1,2 punti percentuali a novembre). Al suo interno, frena la dinamica dei prezzi sia dei servizi (+1,8% a novembre, da +2,0% a giugno) sia soprattutto dei beni industriali, già estremamente moderati (+0,6%, da +1,5% a inizio anno) e che risentono maggiormente del quadro recessivo.

Il divario tra dinamica totale e *core* è dovuto in gran parte ai prezzi al consumo dell'energia. Questi hanno toccato il picco storico a settembre, calando in ottobre e novembre (-0,2% e -1,2% mensili; +11,5% la variazione annua). Il loro contributo all'aumento annuo dei prezzi a novembre è stato pari a un punto percentuale, quasi metà del totale (era 1,4 a settembre; grafico 1.18). L'andamento dei prezzi energetici in Italia è dettato dalle quotazioni del petrolio tradotte in euro, con un lag di uno-due mesi dovuto all'adeguamento graduale delle tariffe. Il prezzo in euro del Brent era ai massimi in agosto ed è poi calato del 7,4% fino a novembre (+3,5% la variazione annua). Nei prossimi mesi i prezzi dell'energia in Italia caleranno ancora. Sono stati tenuti alti anche dai ripetuti aumenti delle accise sui carburanti, per le quali un ulteriore ritocco è previsto da gennaio 2013. Inoltre, la bolletta elettrica di consumatori e imprese è rincarata dalla voce che va a finanziare gli incentivi alle energie rinnovabili.

I prezzi al consumo alimentari contribuiscono a tenere alta la dinamica totale: hanno una variazione annua quasi doppia di quella dei prezzi *core* (+2,4% a novembre). Ciò a causa del rincaro estivo di cereali e altre commodity, dovuto alla siccità. I prezzi degli alimentari freschi segnano un +2,7% annuo (dal +0,8% di maggio), quelli dei lavorati un +2,1%. Il loro contributo complessivo alla crescita annua dei prezzi è stato pari a 0,4 punti percentuali a novembre.

Grafico 1.18

**Energetici e alimentari spingono i prezzi**  
(Italia, contributi alla variazione % annua dell'indice totale, novembre 2012\*)



\* Dati preliminari.

In nero: componenti non *core* dei prezzi.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati ISTAT.

Le aspettative dei consumatori italiani sull'andamento dei prezzi proseguono nel trend in calo: a novembre le attese sono di aumenti estremamente contenuti. A ciò ha contribuito di recente la Legge di Stabilità con cui il Governo ha evitato il previsto aumento dell'aliquota IVA ridotta (che resta al 10%), e dimezzato l'aumento dell'aliquota ordinaria IVA (che grava sul 47,8% del paniere di beni e servizi su cui si calcola l'indice dei prezzi), che salirà di un punto dal 21% al 22% nel luglio 2013. In precedenza, era previsto un rialzo di due punti per entrambe le aliquote. I minori rialzi IVA abbassano di due decimi la variazione dei prezzi nel 2013 rispetto allo scenario delineato a settembre: l'impatto di un dato rincaro dell'aliquota è solo su una metà dell'anno; date le condizioni recessive, il trasferimento sui prezzi finali sarà molto parziale, gravando in buona misura sui margini delle imprese.

L'ISTAT calcola che in ottobre l'impatto massimo teorico, sull'andamento dell'indice generale dei prezzi al consumo, degli incrementi di varie imposte indirette (aliquota ordinaria IVA da 20% a 21% nell'ottobre 2011, accise sui carburanti e sui tabacchi) è stato dello 0,5%. L'impatto si concentra nei capitoli di spesa dei trasporti e delle bevande alcoliche e tabacchi.

I beni e servizi regolamentati registrano un aumento dei prezzi molto superiore a quello medio (+4,3% annuo in ottobre) e quasi doppio di quello dei non regolamentati (+2,4%). Ciò è dovuto non solo alle tariffe di elettricità e gas (+11,6% annuo) ma anche ai prezzi dei servizi a regolamentazione locale (+5,0%). I servizi regolamentati a livello nazionale registrano, invece, rincari molto contenuti (+1,1%).

#### **Si riduce il differenziale con Eurolandia**

La dinamica dei prezzi al consumo in Italia (+2,6% a novembre secondo l'indice armonizzato IPCA) resta più sostenuta di quella media in Eurolandia, scesa al +2,2% annuo. Il differenziale Italia-Eurolandia si è ridotto a 0,4 punti percentuali (era di +1,2 punti a luglio). Tale gap nasce dai beni energetici: nell'Eurozona registrano un +5,8% annuo, quasi sei punti meno che in Italia. Gli alimentari, invece, hanno una dinamica (+3,0%) superiore a quella italiana. In termini di inflazione *core* (+1,5% a novembre nell'area) la distanza si è annullata negli ultimi mesi, data la brusca frenata registrata in Italia (il gap era di un punto a luglio).

Più ampio, sebbene anch'esso in calo, il divario nella dinamica dei prezzi rispetto alla Germania: +0,7 punti in ottobre per l'indice totale (+1,8 a luglio), +0,2 per quello *core* (da +1,4). L'incremento dei prezzi in Germania (+2,1% annuo) è più basso della media dell'Area euro, data la minore dinamica di quelli energetici (+5,4%) e di quelli *core* (+1,2%).

#### **Migliorano i conti pubblici**

Il CSC stima un indebitamento netto pari al 2,3% del PIL per il 2012, all'1,9% per il 2013 e all'1,8% nel 2014 (Tabella 1.2). Il nuovo scenario sconta, rispetto alla previsione di settembre, un modestissimo miglioramento del quadro economico quest'anno e un peggioramento il prossimo e incorpora l'allentamento della restrizione di 0,2 punti di PIL nel 2013 e la sua compensazione nel 2014, come previsto dal Do-

cumento di Economia e Finanza (DEF) e dal DDL di stabilità. La spesa per interessi, quest'anno e il prossimo, è sostanzialmente in linea con quella prevista a settembre. In termini strutturali, il deficit pubblico sarà allo 0,8% del PIL quest'anno, allo 0,2% il prossimo e allo 0,5% nel 2014.

Il saldo primario è stimato al +2,9% del PIL nel 2012 (dall'1,0% del 2011), salirà al +3,6% nel 2013 e al 3,7% nel 2014. Al netto della componente ciclica sarà del +4,4% del PIL quest'anno, del +5,2% nel 2013 e del 5,0% nel 2014.

La previsione sull'indebitamento per quest'anno è in linea con la dinamica del fabbisogno di cassa delle amministrazioni pubbliche, che è salito a settembre a 61,9 miliardi di euro, in aumento di 0,9 rispetto ai primi nove mesi del 2011, ma solo per effetto dei maggiori aiuti a favore degli altri paesi europei: 17,2 miliardi tra gennaio e agosto 2012, a fronte dei 7,2 dello stesso periodo dell'anno scorso. Al netto di questi esborsi, che non entrano nel calcolo dell'indebitamento, il fabbisogno è di 9,1 miliardi inferiore a quello del 2011.

Il miglioramento atteso nei saldi per il prossimo anno è da attribuirsi, oltre che alla dinamica del PIL (che, in termini nominali, aumenterà dello 0,3% nel 2013 e dell'1,8% nel 2014, contro il -0,8% nel 2012), agli effetti delle manovre approvate nel 2011 (Tabella 1.3). Prendendo il valore facciale degli interventi approvati, la correzione netta nel 2012 è nell'ordine di 4,6 punti di PIL, cui nel 2013 si aggiungeranno altri 1,5 punti (da 1,7 prima dell'approvazione del DDL stabilità). Nel 2014 il risanamento sarà di un ulteriore mezzo punto di PIL.

**Spesa per interessi stabile** Sebbene in un contesto macroeconomico peggiore, i saldi previsti dal CSC per quest'anno e i prossimi risultano per lo più in linea con quelli del Governo di settembre scorso (che indica il deficit al 2,6% del PIL quest'anno, all'1,8% l'anno prossimo e all'1,5% nel 2014). Ciò è da attribuire principalmente alla diversa valutazione della dinamica della spesa per interessi. Nelle previsioni CSC questa sarà al 5,2% del PIL quest'anno (dal 5,0% del 2011) e salirà al 5,4% l'anno prossimo e al 5,5% nel 2014. L'aumento è riconducibile in larga parte al più elevato stock di debito pubblico, che include 48,2 miliardi di sostegni erogati quest'anno ai fondi di stabilità europei (EFSF e ESM), 59 miliardi l'anno prossimo e 63 nel 2014. Il debito quest'anno sarà al 125,9% del PIL al

Tabella 1.2

**Il quadro della finanza pubblica**  
(Valori in % del PIL)

	2011	2012	2013	2014
Entrate totali	46,6	48,9	49,4	49,1
Uscite totali	50,5	51,2	51,3	50,9
Pressione fiscale apparente	42,6	44,7	45,1	44,8
Pressione fiscale effettiva	51,2	53,8	54,3	53,9
Indebitamento netto	3,9	2,3	1,9	1,8
Indebitamento netto strutturale	3,0	0,8	0,2	0,5
Saldo primario	1,0	2,9	3,6	3,7
Saldo primario strutturale	1,9	4,4	5,2	5,0
Debito pubblico	120,7	125,9	126,7	125,4
Debito pubblico (netto sostegni)*	119,9	122,8	122,9	121,4

\* Prestiti diretti alla Grecia e quota di pertinenza Italia EFSF e del capitale ESM dal 2010.

Fonte: elaborazioni CSC su dati ISTAT.

Tabella 1.3

Meno consistenti le correzioni nette nei prossimi anni											
(Milioni)											
	D.L. 78/09	D.L. 78/10	L. Finanz. 2009	L. Stabilità 2010	D.L. 98/11	D.L. 138/11	L. Stabilità 2011	D.L. 201/11	D.L. 95/12	D.D.L. Stabilità 2012*	Totale
<b>2012</b>											
Manovre nette su entrate	5.996	5.392	-95	-2.542	4.738	13.336	205	19.366	-3.392		43.004
Manovre nette su spese	-6.933	-7.546	-107	-2.543	1.268	-8.630	-185	-879	-3.994		-29.549
<i>Riduzione deficit</i>	<i>12.929</i>	<i>12.938</i>	<i>12</i>	<i>1</i>	<i>3.470</i>	<i>21.966</i>	<i>391</i>	<i>20.245</i>	<i>602</i>		<i>72.554</i>
<i>In % PIL</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>1,4</i>	<i>0,0</i>	<i>1,3</i>	<i>0,0</i>		<i>4,6</i>
<b>2013</b>											
Manovre nette su entrate	-2.087	-2.412		-27	6.676	8.053	-433	-2.404	-3.374	-2.345	1.647
Manovre nette su spese	-2.084	-2.376		-26	-12.152	892	-205	-3.479	-2.787		142-22.075
<i>Riduzione deficit</i>	<i>-3</i>	<i>-36</i>		<i>-1</i>	<i>18.828</i>	<i>7.161</i>	<i>-229</i>	<i>1.075</i>	<i>-586</i>	<i>-2.487</i>	<i>23.722</i>
<i>In % PIL</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>		<i>0,0</i>	<i>1,2</i>	<i>0,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,2</i>	<i>1,5</i>
Effetto cumulato (% PIL)	0,8	0,8	0,0	0,0	1,4	1,9	0,0	1,4	0,0	-0,2	6,1
<b>2014</b>											
Manovre nette su entrate					15.010	-11.600	181	-2.071	-3.471	1.183	-768
Manovre nette su spese					-8.556	6.437	241	-2.182	-3.483	-1.335	-8.878
<i>Riduzione deficit</i>					<i>23.567</i>	<i>-18.037</i>	<i>-60</i>	<i>110</i>	<i>11</i>	<i>2.518</i>	<i>8.109</i>
<i>In % PIL</i>					<i>1,4</i>	<i>-1,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>0,5</i>
Effetto cumulato (% PIL)	0,8	0,8	0,0	0,0	2,9	0,7	0,0	1,4	0,0	0,0	6,6
Manovre nette su entrate	0,3	0,2	0,0	-0,2	1,6	0,6	0,0	1,0	-0,6	-0,1	2,8
Manovre nette su spese	-0,6	-0,6	0,0	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,4	-0,6	-0,1	-3,8

\* Le quantificazioni si riferiscono al testo approvato dalla Camera dei Deputati.  
I dati in percentuale del PIL sono calcolati sulla base del PIL nominale stimato dal Governo (Nota di aggiornamento del DEF).  
Fonte: elaborazioni CSC su Relazioni tecniche ai provvedimenti.

lordo dei sostegni ai fondi di stabilità europei (al netto di questi sarà pari al 122,8%), l'anno prossimo toccherà il 126,7% (al netto dei sostegni il 122,9%) e solo nel 2014 comincerà a scendere al 125,4% del PIL (al netto dei sostegni al 121,4%) anche per l'avvio delle dismissioni nel 2013 che, secondo quanto indicato nel DEF, porteranno nelle casse statali circa un punto di PIL l'anno.

Il tasso di interesse medio pagato sui titoli di Stato non è previsto subire consistenti oscillazioni nel periodo di previsione. Quest'anno l'andamento del tasso di rendimento medio ponderato sui titoli emessi nei primi nove mesi risulta essere in diminuzione rispetto al 2011: al 3,2% dal 3,6%. Si tratta di un valore che è più elevato di quelli registrati nel 2009 e nel 2010

ma più basso di quello mediamente sperimentato tra il 2006 e il 2008. L'anno prossimo andranno in scadenza 286 miliardi di titoli che saranno rinnovati a tassi simili a quelli attuali. Poiché alcuni di quelli in scadenza pagavano tassi di rendimento bassi, il costo medio del debito subirà un leggerissimo aumento, che rimarrà stabile nel 2014. La vita media residua del debito subirà una leggera diminuzione: da 6,99 anni nel 2011 a 6,58 quest'anno.

#### **Entrate in linea con le attese**

L'incidenza delle entrate totali sul PIL nello scenario CSC si attesta al 48,9% nel 2012 (dal 46,6% del 2011), al 49,4% l'anno prossimo e al 49,1% nel 2014. Quest'anno cresceranno del 4,0%, rallenteranno il prossimo (+1,5%) e nel 2014 (+1,2%). La pressione fiscale sale al 44,7% del PIL nel 2012 e al 45,1% nel 2013, per poi stabilizzarsi al 44,8% nel 2014. Per i prossimi anni si tratta di stime leggermente più basse rispetto a quelle di settembre, anche per l'aumento dell'IVA limitato alla sola aliquota ordinaria e non anche a quella del 10%. La misura effettiva della quota di entrate fiscali e contributive sul PIL, depurato dal sommerso, toccherà il 53,8% quest'anno, il 54,3% il prossimo e si fermerà al 53,9% nel 2014.

La dinamica positiva degli incassi quest'anno è confermata dall'andamento delle entrate tributarie registrato nei primi nove mesi: +4,3% rispetto allo stesso periodo del 2011 (+4,8% se le entrate del 2011 vengono depurate dall'incasso straordinario relativo all'imposta sostitutiva sul *leasing* immobiliare). A questo risultato ha contribuito il gettito derivante da alcune misure adottate nel 2011: la prima rata dell'IMU versata a giugno (e in modo più contenuto a luglio e ad agosto) per la quota destinata all'erario (4,0 miliardi di euro); l'imposta sostitutiva su ritenute, interessi e altri redditi di capitale (+2,1 miliardi di euro, +45,6% rispetto ai primi nove mesi del 2011), anche per effetto delle modifiche al regime di tassazione delle rendite finanziarie introdotte dal DL 138/2011; l'imposta di bollo su conti correnti, strumenti di pagamento, titoli e prodotti finanziari (+3,1 miliardi di euro, +136,9% sullo stesso periodo del 2011); l'imposta di bollo speciale per le attività finanziarie scudate; l'imposta di fabbricazione sugli oli minerali (+3,3 miliardi di euro, +23,5% sul 2011), per effetto dell'aumento delle accise decise lo scorso anno.

Tra le imposte dirette presentano una lieve variazione negativa l'IRES (-0,3%) e l'IRE (-0,4%). Sull'andamento di quest'ultima influisce la dinamica registrata dalle ritenute sui redditi dei lavoratori autonomi (-4,0%) e la riduzione dell'aliquota della ritenuta (dal 10% al 4%) applicata ai bonifici, per detrazioni di imposta su spese per ristrutturazioni edilizie e riqualificazione energetica degli edifici; quest'ultima si tradurrà in un aumento del gettito nel 2013. Per quanto riguarda le indirette, complessivamente in aumento del 3,2%, è in flessione il gettito dell'IVA (-1,4%), nonostante l'aumento dell'aliquota di un punto scattato a settembre 2011 (per effetto del DL 138/2011): sia per effetto della contrazione degli incassi IVA sugli scambi interni (-1,3% dovuto al calo della domanda interna) sia per la diminuzione del prelievo sulle importazioni (-1,4%). In diminuzione anche le entrate dal gioco del lotto (-10,1%).

**Spesa pubblica  
ferma**

La spesa pubblica in rapporto al PIL si attesterà al 51,2% nel 2012 (dal 50,5% del 2011), al 51,3% l'anno prossimo e al 50,9% nel 2014. L'aumento in valore (+0,4% quest'anno, +0,6% il prossimo e +1,1% nel 2014) è da imputare alla dinamica positiva delle spese per interessi (+4,5% quest'anno, +4,3% il prossimo e +3,5% nel 2014) e per prestazioni sociali (+2,2% nel 2012, +2,6% nel 2013 e +3,3% nel 2014), solo parzialmente compensate dalla diminuzione delle altre voci di spesa. La spesa primaria si attesterà al 46,6% del PIL quest'anno, per poi scendere al 45,9% l'anno prossimo e al 45,5% nel 2014. La spesa in conto capitale resta sostanzialmente ferma quest'anno e il prossimo, in termini di PIL, ai livelli del 2011 (3,0%), per diminuire nel 2014 (2,9% del PIL).

Tra il 2012 e il 2014 l'ammontare facciale della correzione di bilancio contenuta nelle manovre approvate è pari a circa 104 miliardi di cui, secondo le relazioni tecniche ai provvedimenti, 44 di maggiori entrate (2,8 punti di PIL) e 60 di minori spese (3,8 punti). Se la ripartizione fosse corretta, la spesa primaria dovrebbe scendere più di quanto indicato dalle previsioni (anche del DEF). Ciò dipende dal fatto che 28,6 miliardi dei 60 sono stati classificati come minori spese ma sono riduzioni ai trasferimenti e miglioramenti degli obiettivi previsti dal Patto interno di stabilità a carico degli enti territoriali. Questi tagli si stanno trasformando in buona parte in maggiori imposte e tariffe locali (nonché in aumento dei debiti commerciali), anche a causa dell'aumento della capacità impositiva derivante dall'attuazione del federalismo fiscale. Se a questi tagli si aggiungono anche gli 8 miliardi sulla sanità, che finiscono comunque per ridurre le risorse delle Regioni, sono circa 37 i miliardi di correzione che gravano sugli enti territoriali, che hanno la possibilità di scaricarla su cittadini e imprese attraverso maggiori entrate.

Gli spazi per intervenire sulla spesa decentrata non mancano, come evidenziano diversi casi di cronaca, ma la modalità scelta, i tagli lineari, sono certamente il modo meno efficace per farlo. Non si mutano in alcun modo le regole di funzionamento degli Enti e i meccanismi che originano la spesa pubblica e le sue inefficienze; così i tagli di spesa, quei pochi effettuati, rischiano di essere solo temporanei, come già accaduto in passato. Manca un'azione razionale, approfondita, e un programma esteso di revisione della spesa, specie degli enti territoriali. Si tratta di un processo complesso che può dare un importante contributo sia al miglioramento dei conti pubblici sia alla riforma della pubblica amministrazione, rendendola più efficiente.



## 1.2 Le esogene della previsione

**Commercio globale fiacco** Il commercio mondiale è aumentato dello 0,8% in settembre su agosto. Ciò nonostante la crescita congiunturale del terzo trimestre 2012 è rimasta negativa (-0,2%).

La sua dinamica, che ha iniziato a rallentare a inizio 2011, sta risentendo di numerosi fattori. Anzitutto, la recessione in atto nell'Area euro, aggravata dalle manovre di consolidamento fiscale attuate simultaneamente in più paesi (si veda il riquadro *Perché oggi le politiche di risanamento dei conti pubblici danno magri risultati?*). Inoltre, l'incertezza negli USA riguardo alla concretizzazione dei tagli automatici al bilancio federale (il cosiddetto *fiscal cliff*) che ha indotto molte imprese americane a mettere in *stand-by* tanti piani di investimento. In terzo luogo, una dinamica meno vivace dei paesi emergenti.

Tutto ciò si è riflesso nei mesi recenti in un'ulteriore contrazione degli ordini esteri globali, misurati dall'indagine PMI, che si ripercuoteranno sui flussi effettivi degli scambi internazionali a cavallo tra 2012 e 2013. Solo successivamente il commercio mondiale tornerà a crescere a ritmi che supereranno, nella prima fase della ripresa, quelli medi di lungo periodo (0,5% medio mensile), per poi calare poco sotto di essi. Tutto ciò grazie al rilancio appena partito nei mercati emergenti, Cina in testa, all'ipotizzato superamento del *fiscal cliff*, al prezzo del petrolio in calo per il forte incremento dell'offerta e agli effetti ritardati delle ulteriori misure monetarie espansive.

Le cifre correnti e le ipotesi di recupero impongono la cornice stretta entro cui il CSC ha delineato le prospettive di espansione del commercio mondiale: +1,9% per l'anno in corso, +2,1% per il 2013 e +5,4% nel 2014 (Tabella 1.4).

A novembre i giudizi sugli ordini esteri globali sono rimasti al di sotto della soglia neutrale (50), ribadendo l'assottigliamento del portafoglio delle commesse (48,9).

Tabella 1.4

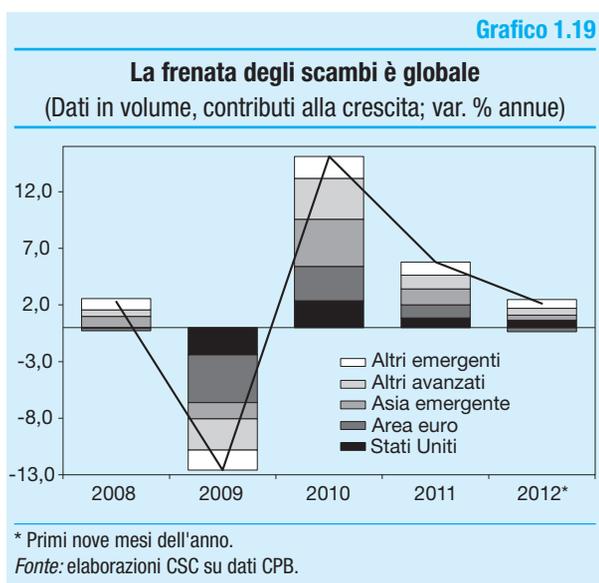
Le esogene internazionali della previsione (Variazioni percentuali)				
	2011	2012	2013	2014
Commercio mondiale	5,7	1,9	2,1	5,4
Prezzo del petrolio <sup>1</sup>	111,6	112,0	103,0	100,0
Prodotto interno lordo				
Stati Uniti	1,8	2,2	1,8	2,4
Area euro	1,4	-0,4	-0,3	1,0
Paesi emergenti	6,2	5,2	5,4	5,6
Cambio dollaro/euro <sup>2</sup>	1,39	1,28	1,28	1,28
Tasso FED <sup>3</sup>	0,25	0,25	0,00	0,00
Tasso di interesse a 3 mesi USA <sup>3</sup>	0,34	0,43	0,05	0,05
Tasso BCE <sup>3</sup>	1,25	0,88	0,31	0,25
Tasso di interesse a 3 mesi Area euro <sup>3</sup>	1,39	0,57	0,15	0,15

<sup>1</sup> Dollari per barile; <sup>2</sup> livelli; <sup>3</sup> valori percentuali.

Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat, FMI, CPB, Thomson Reuters.

Permangono nella dinamica degli scambi mondiali forti differenze geografiche: da gennaio 2011 a settembre 2012 nei paesi avanzati sono diminuiti dell'1,1% in volume, mentre negli emergenti hanno registrato un aumento del 5,7% (+2,2% quelli globali). La contrazione tra i primi è dovuta al crollo delle importazioni dei paesi dell'Area euro (-6,7% nel periodo considerato), che rappresentano ben il 29,5% delle importazioni mondiali; esso è stato compensato solo in parte da un aumento eccezionale, dovuto alla ricostruzione post-tsunami, delle importazioni nipponiche (di quasi l'11,0%; il loro peso sulle importazioni mondiali è pari al 5,9%) e dall'espansione di quelle degli altri paesi avanzati (+1,8%, con un peso pari al 14,5%).

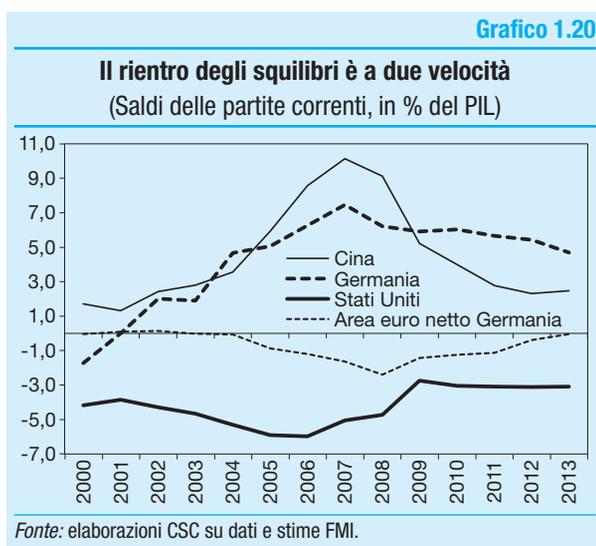
La caduta della domanda dell'Area euro ha contagiato l'insieme dei flussi di scambio mondiali, strettamente legati tra loro per mezzo delle catene del valore: i beni intermedi importati entrano nella produzione dei beni destinati all'esportazione in una quota maggiore di quelli destinati al mercato interno e i beni esportati vengono in parte incorporati in altri beni prodotti all'estero, in un processo che termina, alla fine della catena, nella fabbricazione di beni finali. Una riduzione delle importazioni dell'Area euro ha dunque sia un effetto diretto sulle esportazioni degli altri paesi sia una serie di effetti indiretti a cascata, tanto più stretti sono i legami commerciali. Ciò contribuisce a spiegare, assieme a fattori specifici a ciascuna area, la contrazione simultanea dei contributi di ogni gruppo di paesi alla crescita del commercio mondiale, in atto dall'inizio del 2011, alimentata prima dalla frenata e poi dalla riduzione degli scambi con l'Area euro (Grafico 1.19).



Nei primi nove mesi del 2012 il commercio mondiale è cresciuto del 2,1% rispetto ai primi nove mesi del 2011. La diminuzione degli scambi dell'Area euro (-1,2%) è stata comunque più che compensata dall'aumento di quelli delle altre aree (+3,1%; +3,3% per gli emergenti), sebbene più contenuto rispetto a quello registrato negli anni passati (+6,3% nel 2011).

In particolare, le importazioni sono crollate nei paesi periferici dell'Area euro e ciò ha comportato un accelerato riequilibrio dei loro deficit esteri, misurati sui saldi delle partite correnti, e quindi di quello complessivo dell'area: al netto della Germania (Grafico 1.20), il deficit dell'Area euro si è ridotto dal 2,4% del PIL nel 2008 all'1,1% nel 2011 e, secondo l'FMI, allo

0,4% nel 2012 (0,1% nel 2013). Il surplus estero tedesco non si è ridimensionato alla stessa velocità: dal 6,2% del PIL nel 2008 è calato al 5,7% nel 2011 e soltanto nel 2013 l’FMI prevede che scenderà sotto al 5,0%. Ciò lascerebbe spazio per un maggiore slancio delle importazioni tedesche, che crescono invece a tassi ancora troppo modesti (+0,1% medio mensile nell’ultimo anno) e non sufficienti a sostenere l’export delle vicine economie europee, colpite dalla recessione, né tanto meno quello mondiale.



Procede in modo disomogeneo il recupero del ritardo, in termini di competitività di costo, accumulato dai paesi periferici dell’Area euro nei confronti della locomotiva tedesca: dal primo trimestre 2010 al secondo 2012 la Germania ha ridotto il vantaggio competitivo all’interno dell’Eurozona, attraverso un aumento del CLUP (costo del lavoro per unità di prodotto) dello 0,3% medio trimestrale; il CLUP si è invece ridotto dello 0,5% in Spagna e in Irlanda, consentendo così di diminuire il loro svantaggio competitivo; ciò è avvenuto in misura molto più contenuta in Italia, dove il CLUP è salito dello 0,2%.

Il riequilibrio dei conti con l’estero è proceduto a ritmi molto più veloci sia negli Stati Uniti sia in Cina. Nei primi il deficit delle partite correnti si è dimezzato nel giro di tre anni, dal 6,0% del PIL nel 2006 al 2,7% nel 2009, per poi stabilizzarsi al 3,1% nel 2011, stesso livello che l’FMI prevede per il 2012 e il 2013. Al conseguimento del risultato ha contribuito la riduzione della dinamica dei consumi delle famiglie americane, impegnate a rientrare da un livello di indebitamento non sostenibile; ha giocato un ruolo l’aumento di competitività derivante dalla dinamica del cambio effettivo reale (+26,7% la variazione cumulata negli ultimi 12 anni), che però dagli inizi degli anni 2000 ha sempre registrato incrementi anche in presenza di un deficit estero in aumento. La Cina ha ridotto il surplus corrente in maniera ancora più decisa passando dal 10,2% del PIL nel 2007 a un attivo del 2,8% nel 2011. Un’ulteriore riduzione al 2,3% è prevista dall’FMI per l’anno in corso; l’andamento per il 2013 dipende fortemente dalla realizzazione dei programmi di investimento in infrastrutture, che comporterebbe, a meno di un aumento sostenuto delle esportazioni, una diminuzione ancora più cospicua dell’attivo.

**Si allarga la recessione in Eurolandia** Dopo il -0,2% del secondo, il PIL dell’Area euro si è nuovamente contratto nel terzo trimestre 2012 (-0,1%), riportandosi di 2,4 punti percentuali sotto il livello del primo trimestre 2008, il picco raggiunto prima della crisi.

L'economia dell'Area può così ormai considerarsi, anche tecnicamente, in recessione.

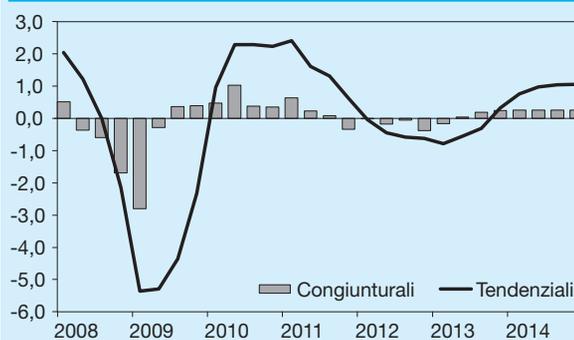
I risultati delle indagini più recenti indicano inoltre che la contrazione è proseguita a ritmi addirittura più elevati nel quarto trimestre e ha coinvolto Francia e Germania. Il CSC stima che il PIL dell'Eurozona si contrarrà sia nel trimestre in corso sia nel primo del 2013 (Grafico 1.21). La crescita riprenderà, faticosamente, a partire dalla prossima estate. In media d'anno, il tasso di crescita del PIL risulterà negativo sia quest'anno (-0,4%) sia nel 2013 (-0,3%). Tornerà positivo nel 2014 (+1,0%), quando l'incertezza sul futuro economico e politico dell'Area si sarà ridotta.

Da un'analisi preliminare dei dati si può dedurre che siano state ancora le esportazioni nette a evitare una caduta più marcata del PIL nel terzo trimestre, mentre è stata complessivamente negativa la performance degli investimenti. I consumi, che hanno tenuto in Germania e sorpreso positivamente in Francia (+0,3%), dovrebbero però essersi fortemente contratti nei paesi periferici, dove la disoccupazione è molto elevata e più forte è stata la stretta sui bilanci pubblici. Gli indicatori dimostrano che la recessione dai paesi periferici del Sud Europa e dall'Irlanda si sta ormai estendendo anche alle più virtuose economie del Centro-Nord: il PIL si è, infatti, ridotto in Olanda (-1,1%) e in Austria (-0,1%). È rimasto piatto in Belgio.

**Cala la fiducia, resta l'incertezza** Le prospettive di breve e medio periodo non tendono a migliorare. Incidono sulla domanda interna le misure di austerità fiscale varate in pressoché tutti i paesi, con l'importante eccezione della Germania, le condizioni di credito restrittive e l'elevata disoccupazione. La fiducia di famiglie e imprese si è ormai riavvicinata ai minimi raggiunti nel pieno della crisi finanziaria (Grafico 1.22); è al livello del maggio 2009 quella delle famiglie (-26,9 in novembre) e di

Grafico 1.21

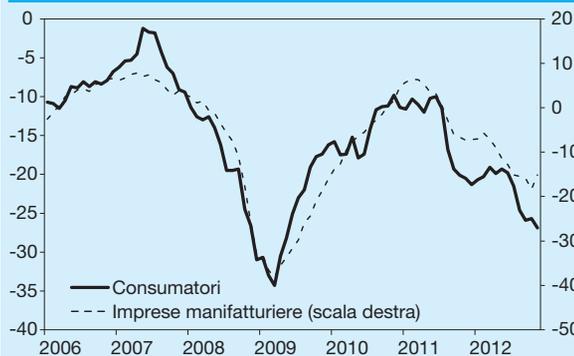
**Per l'Area dell'euro ripresa da metà 2013...**  
(PIL, variazioni %, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni e stime CSC su dati Eurostat.

Grafico 1.22

**...con la fiducia ancora in calo...**  
(Saldi delle risposte, dati mensili destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

dicembre 2009 quella delle imprese (-15,1). L'incertezza sull'esito delle elezioni politiche in Italia e Germania e delle trattative comunitarie sull'unione fiscale e bancaria sta inoltre costituendo un'ulteriore freno agli investimenti e ai consumi e non sarà completamente dissipata prima della fine del 2013.

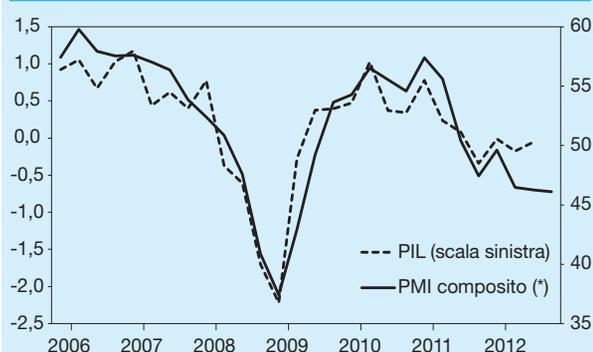
Peggiorano le prospettive di crescita del settore industriale, frenato dal rallentamento della domanda globale ma ancor più dal crollo della domanda interna in molti dei paesi partner dell'Eurozona. In settembre, la produzione industriale dell'area è diminuita del 2,5% su agosto. Significativo il crollo in Germania (-2,1%) e in Francia (-2,7%). Il contemporaneo calo degli ordini (-2,6%), in particolare quelli esteri (-3,3%), prelude a ulteriori flessioni di attività nei prossimi mesi. È emblematico il forte calo degli ordini all'industria registrato in settembre in Germania (-3,3% su agosto, -4,7% rispetto a un anno prima) dove il deterioramento ha riguardato, in particolare, proprio quelli provenienti dalla zona euro (-9,6%), a conferma che il rapido rallentamento dell'attività produttiva tedesca è dovuto principalmente alla caduta della domanda interna dei suoi più stretti partner commerciali.

#### Accelera la contrazione dell'attività

In direzione sud puntano gli indici PMI, che segnalano un'ulteriore contrazione dell'attività nell'Area euro in novembre. In Germania, il PMI composito si è attestato a 49,2, con un leggero miglioramento nel manifatturiero e uno più ampio nei servizi. In Francia, pur salendo (44,3 da 43,5), l'indice composito segnala una forte contrazione dell'attività sia nel manifatturiero (a 44,5 da 43,7) sia nei servizi (a 45,8 da 44,6). Il PMI composito per l'intera Eurozona è salito a 46,5 (da 45,7), ma segnala ancora una netta contrazione. Con la sola eccezione di gennaio, l'indice si è costantemente posizionato al di sotto della soglia neutrale di 50 nel corso di tutto l'anno, peraltro allontanandosene proprio negli ultimi mesi. Il livello raggiunto in ottobre e novembre (46,1 in media) lascia prevedere per il quarto trimestre una contrazione del PIL significativa e superiore a quella del terzo (Grafico 1.23).

Grafico 1.23

**...e la contrazione dell'attività più forte**  
(PIL: var. % su dati trimestrali; PMI: medie trimestrali di dati mensili, valori destagionalizzati, 50 = soglia neutrale)



\* Media di ottobre e novembre per il quarto trimestre 2012.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e Markit.

### Perché oggi le politiche di risanamento dei conti pubblici danno magri risultati?

L'impostazione fortemente restrittiva delle politiche di bilancio dei paesi euro sta avendo, sull'attività economica, effetti più negativi di quelli registrati nei risanamenti del passato e ben peggiori di quanto fosse prevedibile nel 2010 all'insorgere della crisi dei debiti sovrani. La forte e prolungata contrazione dell'output sta distruggendo capacità produttiva, quindi il potenziale di crescita, acuendo tensioni sociali con effetti imprevedibili sul piano politico e rischia di minare la stessa sostenibilità dei debiti pubblici. Cosa rende così diversi i rientri attuali da quelli precedenti? Sicuramente la politica monetaria che non è in grado di compensare gli effetti della restrizione perché già molto espansiva; il *deleveraging* di famiglie e imprese, conseguenza del troppo debito accumulato nel passato, che accresce la parsimonia privata; la simultaneità dei rientri di bilancio nei diversi paesi europei che ne amplifica gli effetti. Come suggerito recentemente dal Fondo Monetario, serve un cambio di rotta nella politica europea in grado di rendere gradualmente i rientri dei debiti pubblici, allentare la stretta sul credito e accrescere le risorse anticicliche gestite a livello europeo, gettando così le basi per una più stretta integrazione politica.

Vista dal lato di un singolo paese, la politica di bilancio restrittiva può diventare indispensabile per evitare derive peggiori, come è accaduto con l'operato del Governo Monti giusto un anno fa; è stata poi accompagnata da misure strutturali per favorire la crescita, ma che daranno inevitabilmente frutti nel medio-lungo periodo.

In che modo politiche di bilancio restrittive agiscono sull'output e possono persino avere l'effetto paradossale di ridurre la sostenibilità dei debiti pubblici? Gli aggiustamenti di bilancio producono due effetti: migliorano il deficit pubblico e quindi il debito; hanno un effetto recessivo sul PIL la cui ampiezza dipende dal moltiplicatore fiscale. Se quest'ultimo è, per esempio, pari a 1, una correzione di bilancio si riflette in una variazione negativa del PIL di pari entità. Il moltiplicatore è minore di 1 se l'effetto della manovra è controbilanciato da altre componenti della domanda; è maggiore nel caso opposto. Una contrazione del PIL peggiora il rapporto deficit/PIL (e quindi il debito/PIL) agendo sia sul denominatore, riducendolo, sia sul numeratore, aumentandolo per effetto delle minori entrate tributarie e delle maggiori spese di sostegno del reddito. Se il moltiplicatore fiscale e quindi la caduta del PIL determinata dalle manovre correttive sono particolarmente elevati, l'effetto negativo sul deficit/PIL è maggiore di quello positivo della correzione e si ottiene come risultato un maggiore deficit (in rapporto al PIL) e quindi debito.

Qual è il valore del moltiplicatore oltre il quale l'adozione di manovre correttive determina, nel breve periodo, un aumento del debito? Varia da paese a paese, in funzione di due fattori: l'elasticità delle entrate pubbliche rispetto al PIL e il livello del rapporto de-

bito/PIL. Ciò perché, a parità di correzione e di moltiplicatore (che implicano la medesima contrazione del PIL), il miglioramento del saldo di bilancio (e quindi del debito) è minore nei paesi dove più elevata è l'elasticità delle entrate al PIL; a parità anche di saldo di bilancio, il rapporto debito/PIL peggiora di più dove è più elevato il suo livello iniziale. Ciò implica che una stessa correzione di bilancio, per un qualsiasi valore del moltiplicatore, ha un effetto minore sul rapporto debito/PIL del paese che ha più elevati elasticità delle entrate e livello iniziale del debito. In questi paesi è minore il valore soglia del moltiplicatore che rende nullo, nel breve periodo, l'effetto delle manovre correttive sul debito. Il CSC ha sti-

mato questi valori soglia per i principali paesi euro e gli USA, nell'ipotesi di una manovra addizionale di un punto di PIL nel 2013 (Tabella A). Il valore più basso è quello stimato per la Grecia (0,44) gravata da un debito che quest'anno toccherà il 176,7% di PIL. L'Italia presenta il secondo valore soglia più basso (0,56), sensibilmente inferiore a quello medio dell'Eurozona (0,71) che è in linea con quello degli Stati Uniti (0,70).

Il valore dei moltiplicatori muta da paese a paese, nel tempo e in relazione alla composizione delle manovre. Gran parte delle stime basate sui dati relativi ad anni passati lo assume all'incirca pari a 0,5. Se questo fosse il moltiplicatore attuale, solo in Grecia misure di consolidamento fiscale causerebbero un aumento del debito nel breve periodo, al contrario di quanto accadrebbe negli altri paesi. Tuttavia, l'attuale livello del moltiplicatore fiscale è superiore a 1 nella maggior parte dei paesi avanzati e nell'Eurozona in particolare. Secondo le recenti stime FMI è pari a circa 1,3: ogni punto, in termini di PIL, di contrazione del bilancio genera una caduta dell'1,3% del PIL<sup>1</sup>. Altre stime<sup>2</sup> forniscono valori ancora maggiori per l'Eurozona: 1,7 contro 1,2 in media altrove. Confrontando tali stime con i valori soglia, nell'Eurozona le manovre correttive, oltre ad essere molto recessive, avranno,

<sup>1</sup> FMI (2012), *World economic outlook*, ottobre.

<sup>2</sup> Bank of America Merrill Lynch (2012), *European Economic Weekly*, 19 ottobre.

**Tabella A**

**Meno efficaci le correzioni di bilancio nei PIIGS**  
(Soglia di neutralità del moltiplicatore fiscale per una manovra correttiva\*, 2013)

Grecia	0,44
<b>Italia</b>	<b>0,56</b>
Portogallo	0,61
Irlanda	0,64
Belgio	0,66
Francia	0,70
Germania	0,75
Spagna	0,77
Olanda	0,82
Austria	0,82
Finlandia	0,99
Eurozona	0,71
Stati Uniti	0,70

\* Per valori superiori alla soglia una manovra correttiva causa un aumento del rapporto debito/PIL e viceversa.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Commissione europea e OCSE.

nel breve periodo, l'effetto di far aumentare i debiti pubblici. Ciò è tanto più vero nei paesi, come la Grecia, dove l'ammontare della correzione è ingente. Alcuni studi stimano che l'effetto simultaneo delle politiche restrittive nell'Eurozona tra il 2011 e il 2013 (3,8% del PIL in termini strutturali) ridurrà il PIL, rispetto all'ipotesi di non intervento, del 2,2% in Germania, del 4,0% in Francia, del 4,1% in Italia, del 6,7% in Spagna, del 13,2% in Grecia<sup>3</sup>.

Per quale ragione la sensibilità del PIL alla politica di bilancio nella fase attuale è molto più elevata che nel passato?

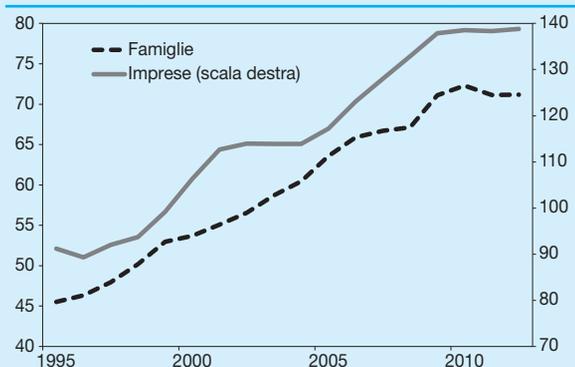
Crowding in anziché crowding out. La prolungata fase di recessione ha spinto il livello di produzione molto al di sotto del suo potenziale, cioè quel livello conseguibile impiegando pienamente tutti i fattori produttivi, in presenza di una forte caduta della domanda, sia interna sia estera. La riduzione della domanda pubblica non è quindi sostituita da alcun aumento di quella privata (cioè, non esiste uno spiazzamento, *crowding out*, della domanda privata da parte di quella pubblica). Al contrario, lavori empirici della BCE mostrano che domanda pubblica e privata sono complementari (*crowding in*): l'aumento degli investimenti pubblici attiva quelli privati<sup>4</sup>.

Poco spazio per la politica monetaria. Nel passato le politiche di bilancio restrittive sono state accompagnate da politiche monetarie accomodanti in grado, attraverso la riduzione del tasso di interesse, di stimolare investimenti e consumi compensando così buona parte degli effetti negativi della restrizione fiscale. Oggi ciò non è possibile perché i tassi di interesse sono già al livello minimo negli Stati Uniti. Nell'Eurozona, non ancora, ma gli spazi di manovra sono molto limitati.

Il deleveraging privato. Famiglie e imprese, negli anni pre-crisi, hanno accumulato un debito eccessivo che ora devono ridurre attraverso una maggiore propensione al risparmio. Ciò fa cadere la domanda privata, provoca recessione e rende ancora più doloroso e lento il processo di rientro. Nell'Eurozona, l'indebitamento delle famiglie è cresciuto dal 45,5% di PIL nel 1995 al 72,3% nel 2010 per poi diminuire di 1,1 punti percentuali (secondo trimestre

Grafico A

#### Eurozona: lento e doloroso il *deleveraging* privato (Passività finanziarie\*, % del PIL)



\* Al netto di azioni, altre partecipazioni e riserve tecniche di assicurazione. I dati 2012 si riferiscono al secondo trimestre.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Eurostat e BCE.

<sup>3</sup> Holland D. e Portes J. (2012), *Self defeating austerity?*, National Institute Economic Review 222, ottobre.

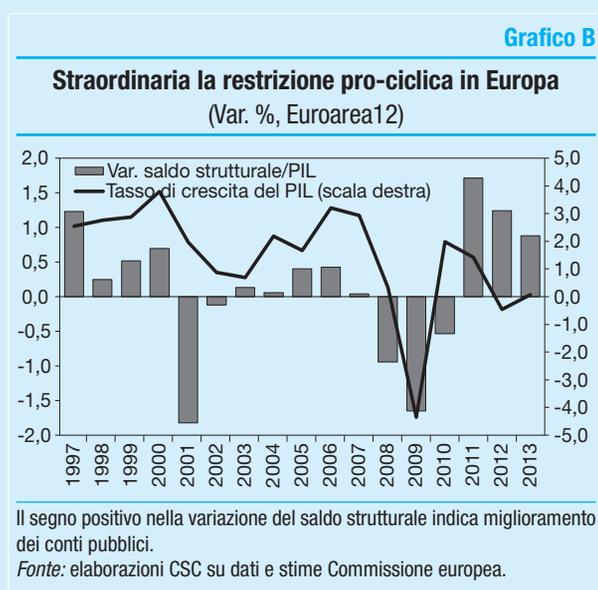
<sup>4</sup> Coenen G., Straub R. e Trahabandt M. (2012), *Gauging the effects of fiscal stimulus packages in the Euro area*, BCE, ottobre.

2012). Quello delle imprese non finanziarie è aumentato di 47,3 punti di PIL dal 1995 al 2010 e si è successivamente stabilizzato, al 138,8% del PIL nel secondo trimestre 2012 (Grafico A).

La simultaneità delle politiche di consolidamento fiscale dei paesi euro amplifica l'effetto recessivo delle correzioni nazionali attraverso la contrazione della domanda estera (che si somma a quella della domanda interna). Tale effetto è tanto maggiore quanto più le economie sono integrate e aperte. Restrizioni simultanee come quelle in corso non hanno precedenti nel passato e, cumulate, toccheranno i 3,8 punti di PIL l'anno prossimo, in termini strutturali, in media nei dodici principali paesi euro (Grafico B). Mai nel passato queste economie sono state integrate come lo sono oggi.

Le correzioni basate sulle entrate fiscali. Diversi lavori mostrano che correzioni incentrate principalmente su aumenti dell'imposizione fiscale sono molto più costose in termini di PIL, sia nell'impatto sia nella durata, per via degli effetti sulla domanda privata<sup>5</sup>. Quindi i moltiplicatori fiscali sono più elevati se le correzioni consistono in aumenti di entrate tributarie. Le rilevazioni dell'FMI sottolineano che circa il 60% delle misure adottate nei paesi avanzati per gli anni 2009-2013 sono tagli alla spesa<sup>6</sup>. Nell'Eurozona, la composizione delle manovre varia da paese a paese: Italia e Francia hanno prevalentemente aumentato le entrate; al contrario Spagna, Grecia, Irlanda e Portogallo sono intervenuti in gran parte sulla spesa.

A questi fattori che stanno accentuando gli effetti recessivi delle politiche di bilancio in modo diretto va aggiunto un altro elemento che, in via indiretta, sta amplificando la caduta del PIL nei paesi più indebitati. I mercati finanziari, infatti, scontano sui rendimenti dei titoli di Stato, aumentandoli, gli effetti recessivi delle manovre perché questi riducono la sostenibilità dei conti pubblici. Poiché i costi della raccolta bancaria e quindi i tassi applicati dalle banche a famiglie e imprese sono legati ai rendimenti dei titoli so-



<sup>5</sup> Alesina A., Favero C. e Giavazzi F. (2012), *The output effect of fiscal consolidations*, CEPR Discussion paper 9105.

<sup>6</sup> FMI (2012), *Fiscal monitor*, ottobre.

vrani, l'innalzamento degli spread finisce per determinare una violenta stretta creditizia che amplifica la caduta dell'attività economica.

Quali sono le conseguenze per l'Eurozona di questa profonda e prolungata caduta del PIL?

In primo luogo, una recessione così accentuata distrugge capitale fisico, umano e sociale riducendo il livello e la crescita del PIL potenziale. Lo segnalano l'aumento persistente della disoccupazione, soprattutto di lunga durata e dei giovani (e in particolare di chi non è né nel mondo del lavoro né in quello dell'istruzione, i cosiddetti NEET) e la caduta degli investimenti, in particolare in ricerca e innovazione. Le politiche di consolidamento fiscale, quindi, non solo riducono il PIL oggi ma, nel lungo periodo, lo collocano su un sentiero di crescita più basso in modo simile a quanto accadde al Regno Unito dopo la prima Guerra Mondiale.

In secondo luogo, contrazioni così significative e prolungate del PIL acuiscono le tensioni sociali. Sta accadendo in Grecia dove dal 2007 il PIL è sceso del 19,8%. È elevato il rischio che le tensioni si trasferiscano sul piano politico bloccando il processo di integrazione europea e minando lo stesso funzionamento delle istituzioni.

Infine, come evidenziato, l'avvitamento in cui si trovano le economie europee sta avendo come risultato un aumento del rapporto debito/PIL, nel breve periodo, anziché una sua riduzione. Nel lungo periodo, le massicce manovre restrittive adottate sinora, riducendo l'output potenziale, renderanno più complicato il rientro dei debiti via maggiore crescita del PIL. Secondo alcuni commentatori, questo effetto è attualmente così forte, nell'Eurozona, da rovesciare l'effetto finale delle manovre, con il risultato paradossale di una riduzione della sostenibilità dei debiti pubblici<sup>7</sup>. Questa sta diventando l'opinione prevalente sui mercati per cui ulteriori politiche di consolidamento fiscale rischiano di produrre un rialzo, invece di una riduzione, degli spread.

Cosa fare?

Serve un cambio di rotta della politica europea che consenta di spalmare su un periodo più lungo il rientro dei debiti pubblici. Un segnale positivo in questo senso è la revisione dell'obiettivo sul deficit del Portogallo per quest'anno (dal 4,5% del PIL al 5,0%) e il prossimo (dal 3,0% al 4,5%). Nella stessa direzione è l'accordo della troika con la Grecia, che ingloberà un rinvio di due anni sull'obiettivo di saldo primario. Ma non basta. Serve un allentamento generalizzato nei tempi. Questa è l'unica misura in grado di contrapporsi agli effetti negativi delle simultanee correzioni di bilancio attuate negli ultimi due anni.

<sup>7</sup> DeLong J.B. e Summers L.H. (2012), *Fiscal policy in a depressed economy*, Brookings Papers on Economic Activity, marzo.

In secondo luogo, l'Unione europea deve attrezzarsi per reperire sui mercati risorse finanziarie consistenti, che non pesino sui bilanci nazionali, da poter utilizzare in modo anticiclico per la realizzazione di grandi progetti di investimento in infrastrutture e in ricerca e innovazione.

In terzo luogo, va ridotta la condizionalità nell'accesso allo scudo antisprea per ridurre i tassi di interesse nei paesi più indebitati. La sola possibilità di utilizzare lo strumento avrebbe l'effetto di attenuare gli spread. La riduzione di questi ultimi è condizione essenziale sia per agevolare il rientro del debito sia per riattivare il credito e la crescita economica<sup>8</sup>.

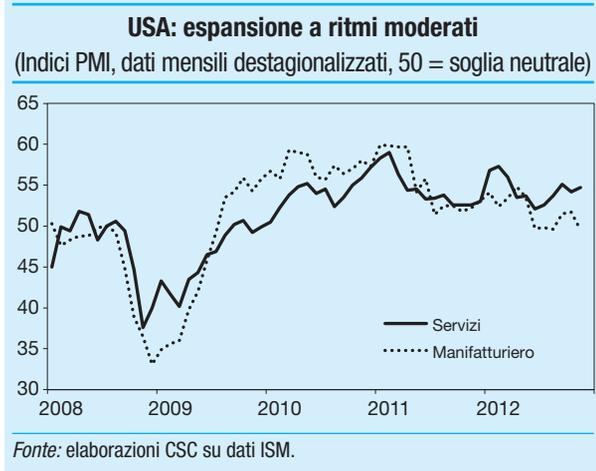
<sup>8</sup> Si veda Luca Paolazzi e Ciro Rapacciuolo (2012), *Spread: l'Italia paga oltre 300 punti più del dovuto. Unico rimedio: uno scudo impugnato dalla BCE*, Nota dal CSC n. 5.

### La ripresa USA si consolida

Il PIL USA nel terzo trimestre 2012 è aumentato più delle attese (+2,7% annuaizzato sul secondo), grazie al contributo, in particolare, della spesa delle famiglie (1,0 punti percentuali) e dalla spesa pubblica (0,7). Ha inoltre accelerato la crescita degli investimenti residenziali (+14,2% da +8,5% nel secondo). La debolezza delle esportazioni (-1,1%, -0,2% i soli beni) e degli investimenti in macchinari e software, passati da un ritmo di crescita del 18,3% nel terzo trimestre 2011 al -2,7%, è invece da imputare, rispettivamente, al rallentamento dell'economia globale e all'incertezza sulla futura politica di bilancio. L'indicatore anticipatore OCSE (100,9 in settembre da 100,8) segnala per i prossimi trimestri la stabilizzazione della crescita. Una moderata espansione dell'attività è peraltro confermata in autunno sia dal PMI manifatturiero (50,6 in media in ottobre-novembre) sia da quello dei servizi (54,5; grafico 1.24).

I dati del terzo trimestre confermano che la ripresa americana dipende in modo cruciale dall'andamento dei consumi, rimasti piuttosto vivaci. La fiducia dei consumatori, sostenuta dalla ripresa dell'immobiliare e dell'occupazione, è salita in novembre ai massimi dal febbraio 2008 e continua a stimolare la spesa. Hanno, infatti, tenuto le vendite al dettaglio in

Grafico 1.24



ottobre (-0,3% su settembre, nonostante l'uragano Sandy) e sono ottime le premesse per la stagione delle festività natalizie appena iniziata.

### Lenti progressi per occupazione e redditi

Tuttavia, l'aumento dei consumi non è stato finora sostenuto da un pari aumento dei redditi ed è tornato così a ridursi il tasso di risparmio, sceso al 3,4% del reddito disponibile in ottobre, dal 4,1% di giugno. Nel corso del 2012, il reddito disponibile reale è infatti progressivamente rallentato, passando da un +0,9% nel primo trimestre a un +0,1% nel terzo; in ottobre la variazione è stata addirittura negativa (-0,1% su settembre). In ottobre, il tasso di disoccupazione è risalito leggermente al 7,9% (dal 7,8%) e si è di nuovo allungata, al di sopra delle 40 settimane, la durata media della disoccupazione. Il fatto che ciò non abbia avuto effetti significativi sui salari orari o sulle ore effettivamente lavorate, che si sono, invece, entrambi ridotti solo leggermente, lascia però pensare che buona parte della disoccupazione sia ormai di carattere strutturale e che quindi l'aumento dei redditi nei prossimi anni sarà necessariamente moderato. Poiché ulteriori cali del tasso di risparmio non sono sostenibili, a meno di significativi miglioramenti dei redditi e dell'occupazione anche la crescita dei consumi sarà di conseguenza contenuta.

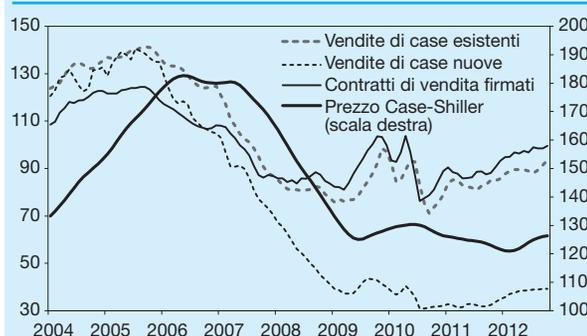
Condizioni molto favorevoli all'acquisto di case continueranno a spingere gli investimenti residenziali. In ottobre i dati sulle vendite di abitazioni nuove, oltre il 17% in più rispetto a un anno prima, ed esistenti (oltre il 10%) confermano la ripresa del settore, dove i prezzi (+0,4% a settembre) sono in graduale ma costante aumento dallo scorso febbraio (Grafico 1.25).

Un'ulteriore significativa contrazione degli investimenti in macchinari e nuovi impianti è, invece, attesa già dal trimestre in corso, a causa dell'incertezza sulle politiche di bilancio, consistenti in

aumenti di tasse e tagli di spesa che scatterebbero automaticamente dal primo gennaio 2013 a meno di interventi da parte del Congresso. Il crollo degli ordini di beni capitali esclusa difesa e autoveicoli nel terzo trimestre (-6,6%, ma +1,7% in ottobre) conferma l'estrema cautela delle imprese, che rinviando acquisti di macchinari e attrezzature e assunzioni di fronte alla concreta possibilità di una significativa contrazione della domanda interna. Il *Congressional Budget Office* stima, infatti, nel 2,9% la perdita complessiva di prodotto a fine 2013 nel caso che non si ponga rimedio alle misure che scatteranno automaticamente.

Grafico 1.25

**Lento ma stabile il recupero del mercato delle case**  
(USA, medie mobili a 3 termini di indici mensili, gennaio 2001=100)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

Nell'ipotesi realistica di un compromesso politico che eviti il *fiscal cliff*, la crescita dell'economia americana nei prossimi anni sarà limitata da una politica fiscale moderatamente restrittiva, dal processo di *deleveraging* dei debiti privati ancora lontano dal concludersi e da un tasso di disoccupazione strutturale più elevato che in passato. Dopo un marcato rallentamento nel trimestre in corso, anche per gli effetti dell'uragano Sandy, il PIL americano accelererà nuovamente a partire dal primo trimestre 2013 (+2% annualizzato; grafico 1.26). In media d'anno, il PIL crescerà del 2,2% quest'anno e dell'1,8% nel 2013. Nel 2014 accelererà al 2,4%, ritmo comunque inferiore al potenziale che veniva stimato prima della crisi finanziaria del 2008-2009.

**Giappone di nuovo in recessione...** L'economia nipponica è tornata a contrarsi nel terzo trimestre 2012: -3,5% congiunturale annualizzato il PIL, dopo il +0,3% nel secondo e il +5,2% nel primo (Grafico 1.27).

Negative le performance dei consumi privati (-1,8% da -0,4%), degli investimenti delle imprese (-12,1% da +3,8%) e, soprattutto, delle esportazioni (-18,7% da +5,3%), penalizzate da yen forte, rallentamento della domanda internazionale e boicottaggio da parte dei consumatori cinesi dei beni giapponesi in seguito alla disputa emersa per la sovranità su alcune isole del Mar Cinese Orientale. In accelerazione gli investimenti pubblici finalizzati alla ricostruzione post-terremoto (+16,8% da +11,0%), il cui contributo positivo alla crescita continuerà nel quarto trimestre ma non sarà probabilmente sufficiente a evitare una nuova contrazione dell'economia e, quindi, la terza recessione tecnica dal 2008. Il paese crescerà poco al di sotto del 2% nel 2012, per poi rallentare nel 2013.

Grafico 1.26

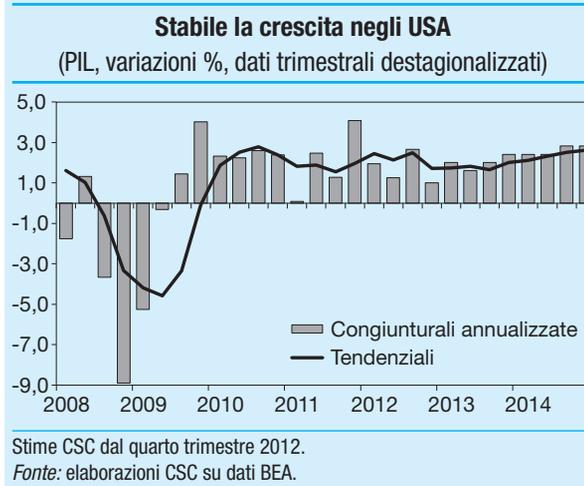
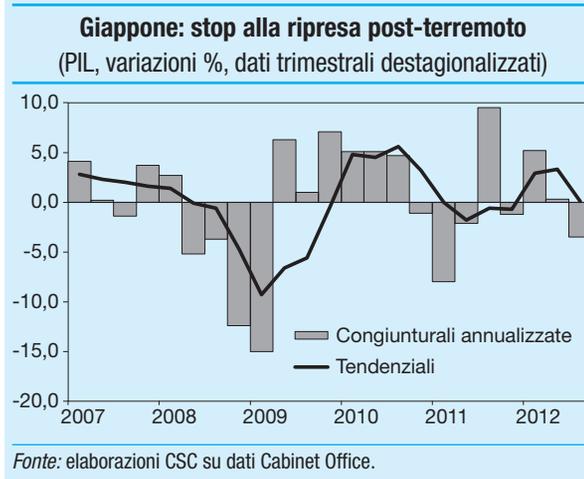


Grafico 1.27



Gli ultimi dati congiunturali indicano un'attività poco vivace nel quarto trimestre: in novembre è rimasto in area di contrazione, sotto la soglia di 50 per il sesto mese consecutivo, il PMI manifatturiero (46,5 da 46,9) e quello composito (49,9 da 48,9). L'aumento in ottobre della produzione industriale (+1,8% su base mensile) appare un rimbalzo dopo la robusta contrazione in settembre (-4,1%). Sono diminuite in ottobre le esportazioni in volume (-2,9% mensile da -3,5%), come pure le importazioni (-9,8% da +6,6%), a causa della debolezza della domanda interna. Lo confermano il ritorno sotto 40 dell'indice di fiducia dei consumatori (39,7 da 40,1) e il fragile aumento delle vendite al dettaglio (+0,7%), dopo la brusca caduta in settembre (-3,5%).

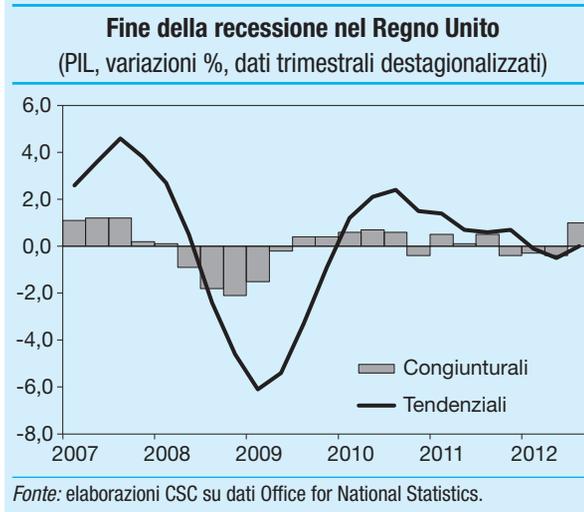
#### ...e verso elezioni anticipate

Per sostenere il credito bancario a imprese e famiglie la Banca centrale ha annunciato un programma "illimitato" di finanziamenti a lungo termine e a tasso ridotto alle istituzioni finanziarie fino a un importo equivalente all'incremento netto dei loro prestiti. Per contrastare la deflazione (-0,4% annuo l'indice generale dei prezzi al consumo in ottobre, da -0,3%) l'autorità monetaria ha inoltre aumentato in settembre e ottobre il programma di acquisto di titoli di Stato di 21.000 miliardi di yen. Le prossime misure di *quantitative easing* sono attese dopo le elezioni del 16 dicembre, convocate in seguito allo scioglimento della Camera Bassa del Parlamento che il governo ha concesso all'opposizione in cambio della disponibilità all'accordo sull'emissione di nuovi bond a copertura del deficit pubblico. Dalle urne dovrebbe uscire vincitore il Partito Liberaldemocratico guidato da Shinzo Abe, il cui programma quinquennale di riforme punta a riportare il Giappone a una crescita reale del 3%, con un obiettivo di inflazione pari al 2%.

#### Regno Unito: stop della recessione...

Il Regno Unito ha messo testa e spalle fuori dalla recessione: dopo tre periodi consecutivi di contrazione, il PIL è salito dell'1,0% congiunturale nel terzo trimestre 2012 (Grafico 1.28). Hanno dato un contributo positivo i consumi privati (+0,6% da -0,2% nel secondo), che hanno beneficiato degli aumenti dell'occupazione, delle retribuzioni e della diminuzione dei prezzi al consumo, e le esportazioni nette, che hanno aggiunto 0,7 punti alla variazione del PIL, per un rimbalzo tecnico dopo la performance molto negativa nel secondo trimestre.

Grafico 1.28



Continua la crisi delle costruzioni, che si sono contratte di un ulteriore 2,6%, dopo le diminuzioni del 5,9% e del 3,0% nei primi due trimestri del 2012. La produzione industriale è tornata a salire dopo un anno e mezzo (+0,9% sul secondo trimestre), trainata dalla performance di luglio (+3,0% su base mensile), essendosi poi ridotta in agosto (-0,5%) e settembre (-1,7%); e l'indice PMI in novembre è rimasto in area di contrazione a 49,1 (da 47,3). I servizi, che rappresentano il 75% dell'economia britannica, hanno registrato un aumento dell'1,3% su base trimestrale, ma il PMI di novembre (50,2), in discesa per il terzo mese consecutivo, ha toccato il valore più basso dal dicembre 2010. Sul fronte della domanda l'indice di fiducia dei consumatori ha risentito delle notizie positive sul terzo trimestre risalendo a -22 in novembre (da -30); le vendite al dettaglio, dopo il +1,0% nel terzo trimestre, hanno registrato in ottobre la più forte riduzione su base mensile da aprile (-0,8%).

**...ma temporaneo** Il rimbalzo del PIL sembrerebbe essere attribuibile più a fattori temporanei, come le Olimpiadi e il Giubileo della Regina, che ha eccezionalmente sottratto un giorno lavorativo al secondo trimestre, che all'avvio di una vera e propria ripresa. Nel quarto trimestre la dinamica della crescita è attesa, quindi, essere più contenuta; in media d'anno il PIL sarà piatto e salirà a un ritmo non superiore all'1% nel 2013.

Il maggiore rialzo dei prezzi al consumo in ottobre (2,7% annuo, dal minimo da 34 mesi di 2,2% in settembre) sembra destinato a proseguire per lo meno fino a fine anno per effetto dell'aumento delle tariffe dei servizi di pubblica utilità. La dinamica dell'inflazione e il rimbalzo dell'attività nel terzo trimestre hanno convinto la Banca d'Inghilterra a non allargare il piano di acquisto di titoli pubblici, rinviando ulteriori misure di *quantitative easing* ai primi mesi del 2013. Mark Carney, attuale presidente della Banca centrale canadese, avrà il compito di sostituire dal luglio 2013 Mervyn King nel ruolo di governatore dell'autorità monetaria britannica, pilotando la difficile transizione che la porterà a esercitare maggiori poteri di vigilanza sul sistema finanziario.

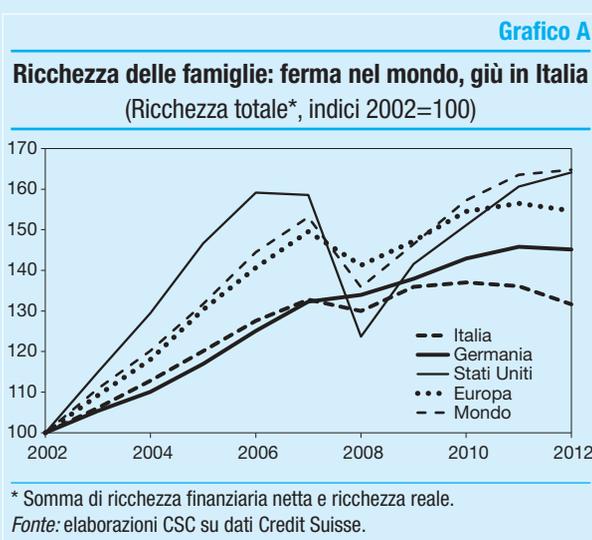
### In stallo la ricchezza delle famiglie

Si è quasi arrestata nel 2012 la crescita della ricchezza delle famiglie nel mondo (+0,7%; grafico A). Una brusca frenata rispetto al recupero nel triennio precedente (+6,4% medio annuo), che aveva seguito il crollo nel 2008 (-11,3%) dovuto alla crisi finanziaria. Lo stallo della ricchezza in valore nominale si traduce in una riduzione reale, al netto cioè della variazione dei prezzi, che erode la capacità di spesa e la fiducia delle famiglie. Inoltre, la maggiore volatilità delle quotazioni azionarie e immobiliari registrata nel quinquennio 2007-2012, in contrapposizione all'incremento stabile e sostenuto in quello precedente,

sparge incertezza e accresce la parsimonia dei consumatori, che preferiscono rimandare l'acquisto di beni, soprattutto durevoli.

Il dato aggregato nasconde forti differenze tra aree geografiche e tra singoli paesi. In USA la ricchezza netta delle famiglie ha subito un crollo del 22,0% nel 2008, contro il -5,5% in Europa, ma successivamente è aumentata a un ritmo più rapido (+9,1% medio annuo fino al 2011, contro il +3,5% europeo), grazie alla ripresa delle quotazioni

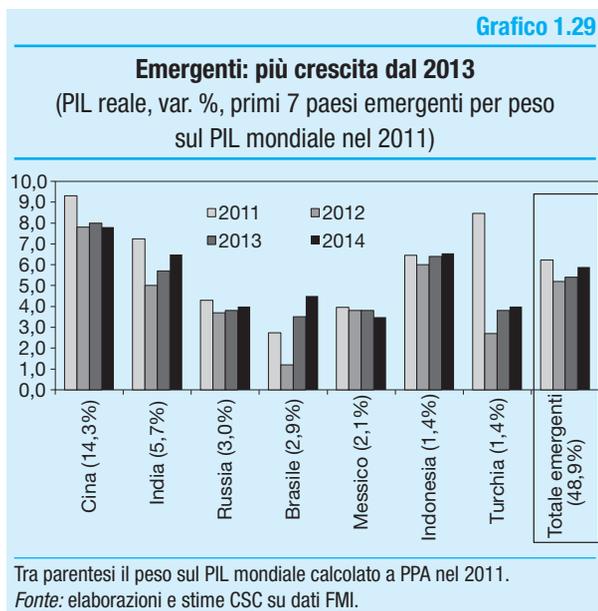
azionarie, prima, e immobiliari, poi, e al rientro più veloce delle famiglie dal debito, facilitato da una disciplina del default più favorevole ai mutuatari. Nel 2012, la ricchezza è ancora cresciuta in USA (+2,2%), sostenendo così i consumi delle famiglie; al contrario in Europa è tornata a ridursi (-1,2%), a causa della caduta delle quotazioni finanziarie connessa alla crisi dei debiti sovrani. La diminuzione è stata contenuta in Germania (-0,5%), grazie all'aumento dei prezzi delle case. È stata invece più ampia nei paesi in cui anche le quotazioni immobiliari sono diminuite, come in Italia: qui la ricchezza totale si è ridotta del 3,3%, tornando, in termini nominali, sotto al picco pre-crisi del 2007.



**Emergenti in ripartenza**

La crescita delle economie emergenti ha decelerato nel corso del 2012 ma ha mostrato segni di ripartenza negli ultimi mesi. Tuttavia, il CSC rivede al ribasso l'incremento del loro PIL, al 5,2% nel 2012 e al 5,4% nel 2013, con un +5,6% nel 2014 (Grafico 1.29).

Quest'anno tali paesi hanno comunque fornito l'80% della crescita globale e contribuito per quasi metà alla formazione del PIL mondiale calcolato a parità di poteri di acquisto.



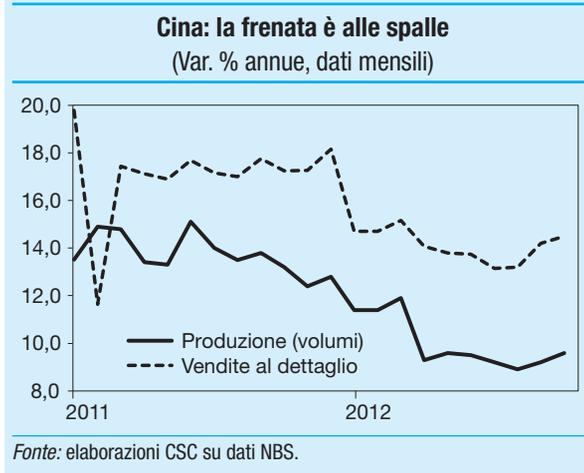
La revisione all'ingiù delle stime del CSC, rispetto a quelle elaborate a settembre, include il prolungamento degli effetti sull'export degli emergenti della lunga recessione nell'Eurozona, solo in parte controbilanciato dall'andamento della propria domanda interna.

La frenata dei nuovi mercati, iniziata nel 2011, è stata confermata nei primi tre trimestri di quest'anno. I risultati delle politiche espansive già adottate si sono cominciati a vedere in ottobre e il profilo della crescita è in corso di miglioramento nel quarto trimestre. Ma l'espansione non tornerà ai ritmi altissimi della prima decade 2000. Dall'Asia emergente proviene più della metà della crescita mondiale nel 2012, nonostante la minor performance di Cina e India.

#### La Cina si assesta su nuovi ritmi di crescita

Il CSC stima che il PIL cinese aumenti del 7,8% quest'anno, dell'8,0% nel 2013 e del 7,8% nel 2014. La moderazione della velocità, dopo trent'anni di sviluppo al 10% medio annuo, è fisiologica per un'economia che sta riducendo il gap con i paesi avanzati e che deve riequilibrare la struttura della domanda finale. La variazione del PIL nei primi nove mesi del 2012 è stata del 7,7% annuo. Gli ultimi indicatori congiunturali segnalano un miglioramento: il PMI manifatturiero in novembre è tornato, dopo tredici mesi, in territorio espansivo (50,5, da 49,5 in ottobre); la produzione industriale è cresciuta del 10,0% nei primi dieci mesi dell'anno, con un +9,6% in ottobre, da +9,2% in settembre; le vendite al dettaglio del 14,1%, con un +14,5%, dal +14,2% in settembre (Grafico 1.30). Le esportazioni hanno registrato un +11,6% annuo, migliore del 9,9% in settembre, ma le vendite dirette nell'UE continuano a scendere, anche se meno intensamente: -8,1%, da -10,7%. In ogni caso l'accelerazione delle esportazioni cinesi a partire dallo scorso luglio suggerisce che la domanda nei suoi principali mercati di sbocco si sta riprendendo (in ottobre gli USA hanno superato l'UE come principale destinazione cinese). La progressiva attenuazione dell'inflazione, con il +1,7% annuo dei prezzi al consumo in ottobre (dal +1,9% in settembre) darebbe spazio alla politica monetaria per varare ulteriori misure di sostegno all'economia. Tuttavia, non ci si attendono nei prossimi mesi manovre espansive, soprattutto se i segnali di ripresa di ottobre verranno confermati successivamente. Negli ultimi mesi sono stati stanziati circa 70 miliardi di euro di investimenti per infrastrutture ferroviarie per il solo 2012 ed è allo studio un provvedimento per incen-

Grafico 1.30



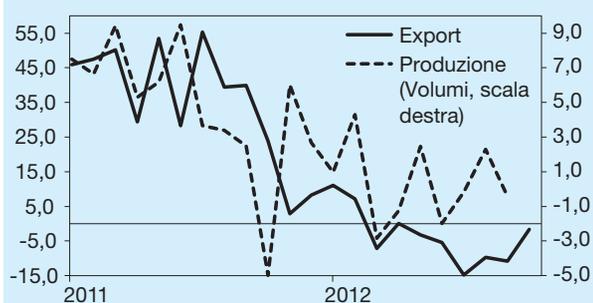
tivare l'acquisto di automobili da parte delle famiglie rurali. Ci potranno essere moderati aumenti salariali e proseguirà l'attuazione delle politiche di estensione graduale a tutta la popolazione della tutela sanitaria di base e del trattamento pensionistico minimo. Nei prossimi anni si prevede l'aumento del contributo dei consumi alla crescita cinese, che molto probabilmente non sarà sostenuto nel breve periodo da ulteriori riforme strutturali (si veda il riquadro: *Consumi in Cina: il dragone ha voglia di spendere*). Il paese attraversa una fase di transizione politica; la nuova leadership appena nominata assumerà il potere nel marzo 2013 e fino alla fine del prossimo anno non ci saranno i tempi tecnici per disegnare politiche di riequilibrio macroeconomico a favore dei consumi, i cui effetti tra l'altro hanno un ritardo di circa un anno. Inoltre, fatta eccezione per il futuro premier Li Keqiang, il riequilibrio macroeconomico non sembra essere tra le priorità della compagine del prossimo governo, che ha attitudini meno riformiste del precedente. Questo non esclude nel frattempo il varo di politiche espansive allorché la ripresa non si mostri soddisfacente. L'economia rimane comunque frenata dal rallentamento della domanda occidentale. A contribuire in misura sempre maggiore allo sviluppo cinese nei prossimi anni saranno le province centrali e occidentali del paese che sono alla rincorsa degli standard di vita delle zone costiere.

#### L'India in attesa di riforme

La crescita del PIL indiano ha rallentato ulteriormente e si manterrà al di sotto del ritmo di lungo periodo (7,0%). Il CSC rivede all'ingiù le stime precedenti: +5,0% nel 2012, +5,7% nel 2013 e +6,5% nel 2014 (dal +6,8% del 2011; i dati si riferiscono all'anno solare). Ciò a causa del prolungarsi dell'incertezza dello scenario internazionale, della lentezza dei processi decisionali del governo per sostenere la crescita e dell'inflazione che, mantenendosi elevata, non lascia spazio a politiche monetarie espansive. Nel terzo trimestre 2012 il PIL ha bruscamente rallentato al +2,8% annuo, dopo il +4,0% del secondo trimestre e il +5,5% del primo. La produzione industriale da gennaio a settembre 2012 è cresciuta dello 0,4% annuo (-0,4% in settembre), dal 4,8% del 2011; le esportazioni hanno segnato un -10,8% annuo in settembre, che ha seguito il -9,7% in agosto (-3,6% il dato medio dei primi nove mesi, dal 36,6% del 2011). Il PMI manifatturiero resta stabile e in territorio espansivo (53,7 in novembre, da 52,9 in ottobre), ma la produzione rimane frenata dai continui blackout dovuti all'insufficienza della rete elettrica (Grafico 1.31). La moderazione così accentuata dello sviluppo, che si protrarrà per quasi tutto l'orizzonte previsivo, è cominciata con le politiche monetarie restrittive

Grafico 1.31

#### India: produzione ed export in retromarcia (Var. % annue, dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Reserve Bank of India e Ministero dell'Industria.

(culminate nell'ottobre 2011), che hanno tirato le redini agli investimenti, e con la domanda estera debole. Tuttavia, il vero ostacolo alla crescita del 2012 è stato l'immobilismo politico. Il governo in settembre ha disegnato un programma di riforme che per ora ha portato a una maggiore apertura agli investimenti esteri e a un aumento dei prezzi regolati e ha cominciato un (lungo e tortuoso) iter di ristrutturazione della rete elettrica. Questo ha rasserenato gli investitori, prodotto un aumento degli investimenti di portafoglio e alleggerito le condizioni di credito. I rischi di declassamento del debito sovrano, fuga di capitali e ulteriore deprezzamento della rupia sembrano essere alle spalle. Ciò detto, non ci sono per ora segnali di miglioramento nel ciclo degli investimenti diretti, nell'inflazione o nel deficit corrente. Questo richiederebbe politiche economiche coerenti e prolungate nel tempo e anche un contesto esterno più favorevole. La Banca centrale continuerà a mantenere i tassi d'interesse invariati finché l'inflazione non comincerà a scendere.

**In Asia domanda interna solida** Le altre economie emergenti asiatiche proseguono nell'espansione, sebbene più moderata, grazie alla domanda interna vivace e alle politiche monetarie espansive. I ritmi di crescita rallenteranno, però, a causa del prolungamento della frenata della domanda estera. L'Indonesia continua a essere l'economia più resistente dell'area, sostenuta da una brillante domanda interna; tuttavia, pur mantenendo un ritmo di crescita intorno al 6% annuo nel 2012-14, risentirà della dinamica cinese, suo primo acquirente di petrolio.

**Europa emergente imbrigliata...** La recessione nell'Area euro imbriglia l'attività economica dell'Europa emergente. La crescita annua nel triennio 2012-14 sarà intorno al 3%, con Russia e CSI intorno al 3,8% annuo<sup>1</sup>. Il PIL nel 2011 è aumentato del 4,8%, grazie soprattutto a Turchia, Polonia e Russia. In tutta la regione il sistema creditizio è in difficoltà e le condizioni del credito sono in continuo peggioramento. Fanno eccezione Polonia e Russia. Gli altri paesi, essendo per lo più piccole economie con elevata propensione all'export, pagano in maggior misura il conto salato delle difficoltà reali e finanziarie dell'Eurozona e del generale rallentamento del commercio mondiale.

**...ma Polonia, Turchia e Russia tengono** La Polonia si conferma il paese emergente dell'UE più solido. Il PIL è cresciuto del 4,4% nel 2011 e del 2,4% annuo nei primi nove mesi del 2012 (+1,4% nel primo trimestre, da +2,4% nel secondo e +3,5% nel primo). Il CSC stima che il 2012 si chiuderà con un +2,2%, il 2013 registrerà un incremento del 2,5% (inferiore a quello indicato in settembre) e il 2014 del 2,7%. Il PMI manifatturiero indica un arretramento dell'attività ma migliora: 48,2 in novembre, da 47,3 in ottobre. Gli ultimi dati di produzione in-

<sup>1</sup> I paesi emergenti europei sono, secondo la classificazione dell'FMI: Albania, Bosnia Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Ungheria, Kosovo, Lettonia, Lituania, Macedonia, Montenegro, Polonia, Romania, Serbia, Turchia. Il CSC considera nell'aggregato anche i paesi della Comunità degli Stati Indipendenti (CSI): Armenia, Azerbaijan, Bielorussia, Georgia, Kazakistan, Kirgizistan, Moldavia, Mongolia, Russia, Tagikistan, Turkmenistan, Ucraina, Uzbekistan.

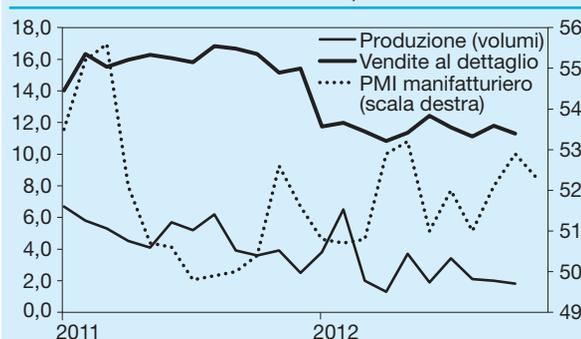
dustriale (+1,9% annuo in ottobre, da +2,7% medio dei primi nove mesi dell'anno) e vendite al dettaglio (+3,3% in ottobre da +3,1% in settembre, l'aumento più contenuto da aprile 2010) suggeriscono un quarto trimestre più debole.

Dopo il +8,5% per il PIL nel 2011, la Turchia ha rallentato nel primo trimestre 2012 al 3,3% annuo e nel secondo al 2,9% per effetto delle politiche di contenimento dell'inflazione e del rallentamento dell'UE, suo principale partner commerciale. Il CSC stima che l'anno finirà con una crescita del prodotto del 2,7%, seguito da un +3,8% nel 2013 e un +4,0% nel 2014. La domanda interna rimane la prima fonte di espansione del paese, soprattutto i consumi. Gli ultimi dati di produzione industriale e PMI sono incoraggianti: +6,2% annuo la produzione in settembre dal -1,8% in agosto (+3,0% nei nove mesi del 2012) e 51,6 il PMI manifatturiero in novembre, da 52,5, grazie soprattutto alle componenti di ordini e creazione di posti di lavoro. Il governo sta lavorando sui punti considerati deboli, cioè l'inflazione, che è scesa in novembre al 6,4% dal 7,8% in ottobre (ancora oltre il tasso obiettivo del 5,5%), e il deficit della bilancia corrente, che grazie all'aumento delle esportazioni passerà al 6,5% del PIL nel 2012 (stime ufficiali) dal 10% del 2011. Fitch ha recentemente promosso il paese a *investment grade* e contestualmente gli afflussi di investimenti di portafoglio sono aumentati contribuendo a finanziare il deficit corrente (che rimane comunque secondo solo a quello statunitense). La Turchia si conferma essere tra i nuovi mercati europei quello con le maggiori prospettive di espansione, sia come localizzazione produttiva sia come mercato di sbocco per beni di consumo.

In Russia, dopo il +4,3% del 2011, il PIL crescerà, secondo le stime del CSC, del 3,7% nel 2012, del 3,8% nel 2013 e del 4,0% nel 2014, con rischi al ribasso derivanti da un calo maggiore del previsto dei prezzi delle materie prime. Nei primi nove mesi del 2012 il PIL è salito del 4,0% annuo (con una dinamica discendente, dal 4,9% nel primo trimestre al 4,0% e al 2,9% nel secondo e nel terzo) grazie soprattutto all'aumento dei consumi privati, favoriti da inflazione ai minimi e politiche rivolte a sostenerli, e della spesa pubblica effettuata in vista delle elezioni presidenziali dello scorso marzo. Gli ultimi indicatori congiunturali segnalano un quarto trimestre non migliore del terzo, con la produzione industriale che in ottobre è aumentata dell'1,8% annuo, dal +3,0% medio dei primi nove mesi del 2012, e le vendite al dettaglio cresciute dell'11,3% annuo in ottobre, da 11,8 in settembre, in

Grafico 1.32

**Russia: rallentano i consumi**  
(Var. % annue; indice di diffusione, soglia neutrale=50; dati mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su Rosstat e Markit.

linea con il dato medio dei primi nove mesi dell'anno (+11,6%). Segnali positivi arrivano dal PMI manifatturiero, 52,3 in novembre, da 52,9 in ottobre (Grafico 1.32).

#### **Recupero lento in Romania**

I mercati emergenti dell'Europa centrale sono in difficoltà, accomunati dal minor contributo dell'export alla crescita e dalla domanda interna debole. L'Ungheria è in recessione e chiuderà l'anno con un -1,0% per il PIL; la Bulgaria registrerà una crescita non superiore allo 0,5% e la Romania inferiore all'1% previsto dal CSC in settembre, dato che nei primi nove mesi dell'anno la dinamica si è attestata allo 0,3% (-0,6% nel terzo trimestre). I forti legami commerciali e finanziari continuano a trasmettere a queste economie gli impulsi recessivi provenienti dall'Eurozona. Da metà 2013 si potrà osservare un miglioramento nei loro rispettivi profili di crescita.

I Balcani restano l'area europea più in difficoltà. La Croazia, dopo la stagnazione nel 2011 e la recessione nei due anni precedenti, ha sperimentato un nuovo arretramento del PIL nel primo semestre 2012 (-1,7% annuo) e per l'intero anno se ne prevede una diminuzione oltre l'1,0% stimato a settembre. Non ci sono i presupposti per una ripresa sostenuta: considerato il peggioramento delle dinamiche per i suoi due principali partner commerciali, Italia e Germania, il PIL croato crescerà nel 2013 intorno allo 0,5% e nel 2014 dell'1,5%. Anche le repubbliche Baltiche sono in frenata, ma meno accentuata perché stanno ancora recuperando le perdite della crisi.

#### **Brasile: su consumi e investimenti pubblici**

L'America Latina continua a rallentare a causa della situazione economica europea e dell'ulteriore decelerazione degli Stati Uniti. Il Brasile ha chiuso il 2011 con una crescita del prodotto del 2,7%, inferiore al 3,7% medio annuo del decennio precedente. Nei primi nove mesi del 2012 il PIL è cresciuto al di sotto delle attese: +0,7% annuo, con un +0,8% nel primo trimestre, un +0,5% nel secondo e un +0,9% nel terzo. Il CSC stima che l'anno corrente terminerà con un +1,1%, il 2013 registrerà un +3,5% e il 2014 un +4,5%. A partire dalla seconda parte di quest'anno si sono fatti sentire gli effetti delle politiche monetarie meno restrittive e degli investimenti avviati per i Mondiali di calcio del 2014 e per le Olimpiadi del 2016. Infatti, la Banca centrale ha continuato a tagliare i tassi di interesse di riferimento, ora giunti al 7,25%, il minimo storico, e il Governo ha varato un piano di infrastrutture da 53 miliardi di euro per costruire strade, ferrovie, porti e aeroporti, con oltre la metà degli interventi previsti nei prossimi cinque anni. Gli ultimi indicatori congiunturali danno segnali contrastanti. La produzione industriale in ottobre, dopo 13 cali consecutivi su base annua, ha registrato un +2,3%, dal -3,8% di settembre; l'export ha registrato un -1,7% annuo, dopo il -14,5% di settembre. Continuano ad andare bene le vendite al dettaglio in termini reali che sono balzate dell'8,5% tendenziale in settembre (+10,1% in agosto; grafico 1.33). Il PMI manifatturiero in novembre è rimasto in territorio espansivo: 52,2 da 50,2, grazie alle componenti degli ordini interni e della produzione. Le autorità moneta-

rie hanno ancora spazio per intervenire, giacché l'inflazione (5,6% in novembre) si mantiene stabile e ampiamente all'interno della fascia obiettivo della Banca centrale (2,5-6,5%).

#### Messico, crescita solida

Il Messico è cresciuto nel 2011 del 3,9% e si stima che aumenterà del 3,8% nel 2012 e nel 2013 e del 3,5% nel 2014. Il PIL nei primi nove mesi dell'anno ha registrato un +4,0% tendenziale, ma con dinamica discendente dal +4,5% del primo trimestre al +4,1% del secondo e al +3,3% del terzo. La frenata consegue dal rallentamento nel 2011 degli Stati Uniti, destinatari dell'80% dell'export messicano.

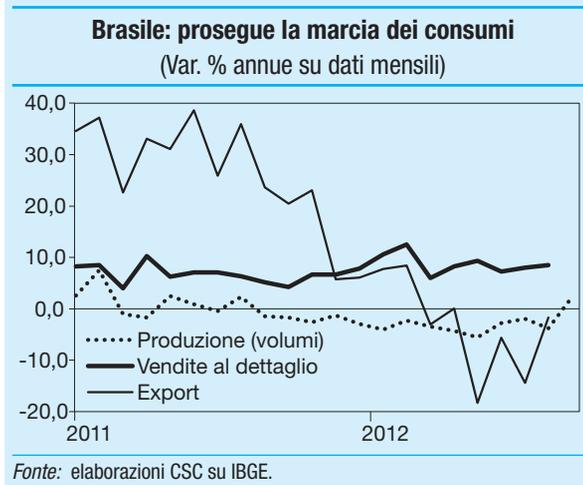
#### Nord Africa e Medio Oriente verso la stabilizzazione

La maggior parte dei paesi del Nord Africa e del Medio Oriente sta attraversando una delicata fase di transizione politica che, salvo alcune importanti eccezioni, è in via di stabilizzazione. Nel 2011 l'area ha registrato un avanzamento del PIL del 3,3%, ben al di sotto del 5,0% medio annuo della prima decade 2000. Per quest'anno il CSC stima una crescita di oltre il 5% e per i prossimi due intorno al 4% annuo. Il rimbalzo dei paesi interessati dalle sommosse nel 2011, in particolare della Libia (per il cui PIL l'FMI stima un +121,9% nel 2012, un +16,7% nel 2013 e un 8,3% nel 2014, dopo il -59,7% nel 2011), viene controbilanciato dalle recessioni in Iran e Siria e da una debole crescita in Egitto (inferiore al 2%, dal 5% medio dei dieci anni precedenti). Fino all'anno prossimo molti paesi, oltre a essere impegnati a ripristinare la stabilità economica, dovranno fare i conti con un più basso prezzo atteso per il petrolio (Arabia Saudita e Golfo Persico) e con l'Europa in una difficoltosa ripresa (Nord Africa). Dalla fine del 2013 è atteso un generale ritorno alla normalità che permetterà alle relazioni commerciali di riguadagnare terreno dopo il rallentamento conseguente ai sommovimenti politici. Gli scambi saranno anche facilitati dalla progressiva eliminazione dei dazi tra i paesi mediterranei partita quest'anno. I paesi esportatori di materie prime continuano a beneficiare dei prezzi delle commodity, sebbene in diminuzione<sup>2</sup>.

#### In Africa pesa il rallentamento cinese

L'Africa sub-sahariana ha registrato nel 2011 un'altra crescita (+5,1% il PIL) ed è stata finora la regione meno contagiata dal rallentamento globale. Tuttavia, gli effetti della lunga crisi cominciano a farsi sentire e pesa non solo la si-

Grafico 1.33



<sup>2</sup> Per una lista completa dei paesi emergenti esportatori netti di materie prime si veda Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook*, aprile 2012, p. 181.

tuazione europea ma anche il rallentamento della Cina, un partner cruciale in termini di commercio e investimenti. Il PIL avanzerà nell'orizzonte di previsione tra il 5% e il 6% annuo. Il Sudafrica, dopo aver chiuso il 2011 con un PIL in incremento del 3,1%, crescerà del 2,5% quest'anno e tra il 3% e il 4% nei prossimi due. L'area contribuisce per il 5% alla formazione del prodotto degli emergenti e per il 2,5% a quello globale.

### Consumi in Cina: il drago ha voglia di spendere

Dal 2011 l'economia cinese è trainata più dai consumi che dagli investimenti. I primi hanno partecipato per il 55,5% all'aumento del PIL (dal 43,1% del 2010) contro il 48,8% degli investimenti (dal 52,9%) e il -4,3% delle esportazioni nette (dal +4,0%). La tendenza si conferma nel 2012 con il contributo dei consumi alla crescita pari al 55,0% nei primi tre trimestri. È una svolta importante. Ciò nonostante, il percorso di riequilibrio economico del paese è appena cominciato, giacché l'incidenza dei consumi sul PIL è ancora bassa: 49,1%, di cui 35,4 punti dai consumi privati; quest'ultimo valore è ancora lontano dal 57,4% dell'Eurozona o dal 60,4% del Giappone. Nei prossimi anni si prevede un aumento del contributo dei consumi alla crescita cinese. Tuttavia il processo sarà più graduale dell'atteso perché, contrariamente alle aspettative, la nuova leadership non sembra avere il riequilibrio macroeconomico del paese tra le sue priorità.

I consumi delle famiglie avranno un ruolo crescente nello sviluppo della Cina grazie sia agli aumenti del reddito disponibile sia alle politiche di *welfare* sostenute dal governo uscente, con la progressiva estensione di trattamenti pensionistici e assistenza sanitaria di base che stanno liberando capacità di spesa. A beneficiare di questi cambiamenti sono per ora soprattutto le famiglie urbane che nel 2011 rappresentavano oltre la metà della popolazione (51,3%, in crescita vertiginosa dal 36,2% nel 2000). Dal 2000 al 2011 gli individui dei centri urbani aventi diritto alla pensione sono passati da 136 a 284 milioni, quelli che beneficiano di un'assicurazione sanitaria di base da 79 a 473 milioni. Il risultato è stato che nel 2011, a fronte di un avanzamento del PIL del 9,2%, i consumi privati sono cresciuti del 9,9%. I dati dettagliati per il 2012 non sono ancora consultabili ma l'andamento reale delle vendite al dettaglio e del reddito disponibile segnalano che i consumatori hanno più potere di acquisto (Grafici A e B).

Le vendite al dettaglio nei primi dieci mesi del 2012 sono cresciute dell'11,6% in termini reali, rispetto all'11,1% del 2011, e in linea con la media del primo decennio 2000 (11,1%). Il reddito disponibile delle famiglie urbane cumulato nei primi tre trimestri del 2012 si è attestato a circa 2.400 euro, con una crescita annua del 13,0%, che corrisponde a un +9,8% in termini reali. Per l'intero 2012 il CSC stima un reddito disponibile di circa 2.750 euro,

rispetto ai 2.424 euro del 2011, con una crescita del 13,5%. Nelle aree urbane della Cina nel 2011 si è consumato in media l'86,0% del reddito disponibile.

La composizione della spesa dei consumatori delle aree urbane cinesi sta cambiando e la struttura del consumo si sta avvicinando a quella dei paesi avanzati. Le differenze sono tuttavia ancora evidenti. Un indicatore per misurare l'evoluzione dei consumi e degli standard di vita di un paese è la quota dei consumi di beni alimentari sui consumi totali. Dal 1995 al 2011, per la Cina, questo valore si è ridotto dal 50,1% al 36,3% (Grafico C), ma è ancora ben più alto che in Giappone (22,2%), Italia (19,2%) e Stati Uniti (7,4%). Oggi, rispetto al 1995, è aumentata la quota di spesa dei consumatori cinesi dedicata a istruzione, tempo libero e cultura (12,2%, da 9,4%), sanità (6,4%, da 3,1%), trasporti e comunicazione (14,2%, da 5,2%). Anche il possesso di beni durevoli conferma il rapido miglioramento dello standard di vita della popolazione. Nel 2011 il 97,2% delle famiglie urbane possedeva un frigorifero, dal 66,2% nel 1995. Ancora nel 2011, c'erano in Cina 72 telefoni cellulari ogni 100 abitanti urbani (7 nel 2000), 43 condizionatori d'aria (11), 29 computer (3), 21 forni a microonde (6), 6 automobili (2 ogni mille abitanti nel 2000).

Anche se la strada per raggiungere gli standard di vita occidentali è ancora lunga, cresce vorticosamente la domanda di beni di lusso, trainata dall'espansione dell'élite economica del paese. Secondo l'*Hurun Wealth Report* alla fine del 2011, per la prima volta, più di un milione di cinesi ha superato la ricchezza personale di 10 milioni di yuan (1,25 milioni di euro), 60mila in più rispetto al 2010. Inoltre, 63.500 individui avevano una ricchezza superiore ai 100 milioni di yuan (12,5 milioni di euro), 3.500 in più rispetto all'anno precedente.

Grafico A

#### Cina: vendite al dettaglio reali in aumento (Var. % annue, dati annuali e mensili)

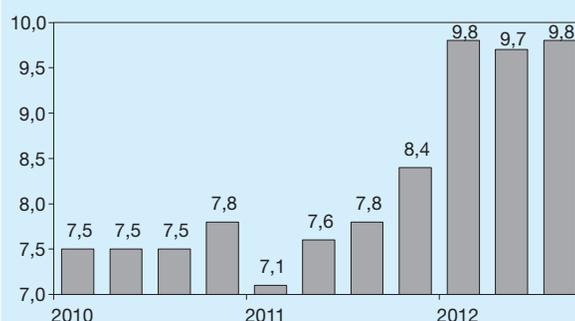


Fonte: elaborazioni CSC su dati NBS.

Grafico B

#### Cina: aumenta la disponibilità economica dei consumatori

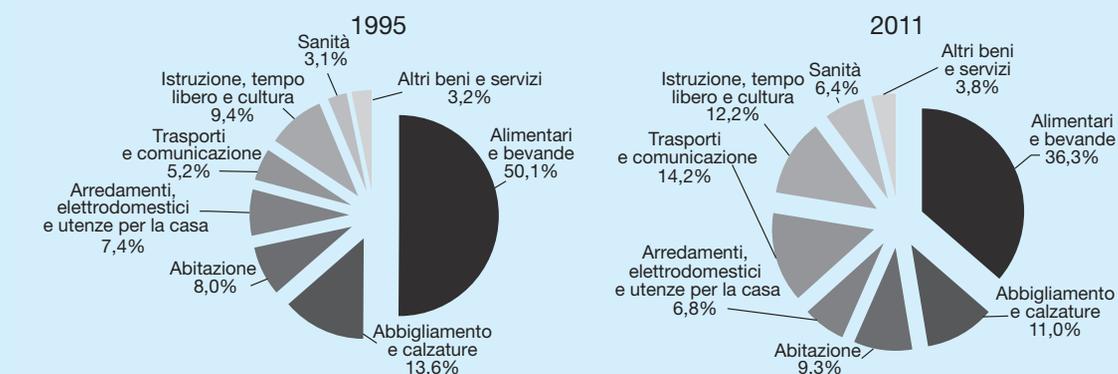
(Reddito disponibile reale, var. % annue, dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati NBS.

Grafico C

**Cina: meno cibo e vestiti, più istruzione, trasporti e sanità**  
(Spesa in contanti delle famiglie urbane cinesi per tipologia di prodotto, valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati NBS.

Il mercato cinese diventa quindi un bacino di consumo sempre più rilevante. I consumatori si stanno rapidamente evolvendo grazie anche al supporto dell'ICT e utilizzano in misura sempre maggiore strumenti di credito al consumo. Un segnale importante che certifica la rapida trasformazione dei consumi grazie alle tecnologie informatiche riguarda le vendite *on line*. La Cina ha oggi 193 milioni di consumatori che comprano in rete (è il primo mercato mondiale, gli USA sono secondi con 170 milioni) e dal 2009 al 2011 la quota di internauti che ha acquistato su internet è aumentata dal 28% al 36%. Infine, il credito al consumo, un settore inesistente fino a pochi anni fa, è cresciuto del 29% annuo dal 2005 al 2010 (ultimo dato disponibile, da *Boston Consulting Group* 2011) portando il mercato a 88 miliardi di euro e si prevede che arrivi a 2.640 miliardi entro il 2015, con una crescita annua del 24% nell'orizzonte di previsione. Effettivamente i margini di crescita sono ampi in quanto il mercato del credito al consumo rappresentava solo il 18% del PIL nel 2009 (ultimo dato disponibile), rispetto al 40-50% medio di Hong Kong, Corea e Taiwan.

L'economia cinese nei prossimi anni crescerà a ritmi meno tumultuosi di quelli osservati nei passati vent'anni, ma il contributo della spesa dei consumatori è destinato a salire molto.

**Petrolio: il prezzo resta alto**

Lo scenario CSC assume un prezzo del Brent in calo a 103 dollari al barile in media nel 2013 (da 112 dollari nel 2012), sostanzialmente in linea con quanto indicato a settembre. Ciò sconta una flessione delle quotazioni a 100 dollari entro la fine del prossimo anno, giustificata dal sorpasso dell'offerta sulla domanda. Nel 2014 il Brent resterà stabile sui 100 dollari, corrispondenti all'obiettivo di prezzo dell'Arabia Saudita.

Negli ultimi mesi il prezzo del Brent ha registrato, come atteso, una parziale discesa dal picco di agosto (109,1 dollari in media a novembre e 107,5 a dicembre, da 113,8), dovuto alla minaccia dell'Iran di chiudere lo stretto di Ormuz al transito delle petroliere. Il mercato mondiale, infatti, è ben rifornito. Il calo delle quotazioni negli ultimi mesi è spiegato anche dalla fuoriuscita di investimenti finanziari dal mercato del greggio; da anni questi flussi sono un importante fattore moltiplicativo delle oscillazioni dei prezzi determinate dai soli andamenti di domanda e offerta.

I corsi restano molto elevati in prospettiva storica: la media dei primi undici mesi del 2012 (112,2 dollari) è molto sopra il picco del 2008 (97,3 dollari). Le ragioni sono molteplici. Primo, permangono tensioni geo-politiche e incertezza in Medio Oriente, non solo in Iran ma anche in Siria, che espongono il mercato petrolifero a nuovi shock d'offerta (rischio che non si materializza nello scenario CSC). Secondo, la capacità inutilizzata OPEC è bassa: 2,0 milioni di barili al giorno (mbg) in ottobre, pari a solo il 2,2% della produzione corrente (da 4,4 mbg a fine 2009). Terzo, il prezzo del greggio è sostenuto via etanolo dalle quotazioni ancora elevate dei cereali, dopo il balzo estivo. Quarto, il greggio non convenzionale, che ha una quota crescente nell'offerta, ha costi di estrazione più elevati.

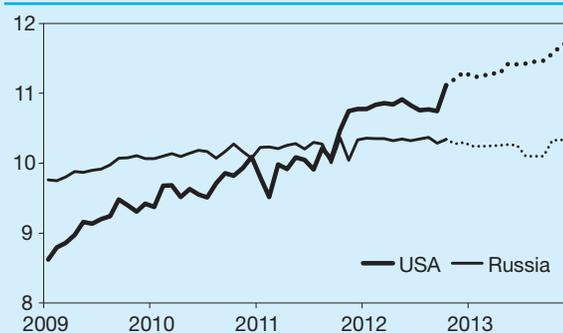
#### L'offerta supera la domanda

La domanda mondiale di greggio è prevista in crescita solo di 0,8 mbg nel 2012 (+1,4 mbg stimati a fine 2011 dalla *Energy Information Administration*, EIA) e di 0,9 mbg nel 2013 (+1,5 stimati a gennaio). Un incremento è atteso solo nei paesi emergenti (+1,2 mbg nel 2012 e +1,1 nel 2013). Cala invece il consumo negli avanzati (-0,4 e -0,2 mbg).

L'offerta mondiale aumenta più della domanda: +2,0 mbg nel 2012 e +1,0 nel 2013. Quest'anno pareggia i consumi, l'anno prossimo li supererà. Cresce in particolare l'estrazione non-OPEC: +0,5 mbg nel 2012 e +1,3 nel 2013. Boom negli USA (+0,8 e +0,5), grazie allo *shale oil*. Gli investimenti degli ultimi anni in petrolio non convenzionale, incoraggiati dalle quotazioni elevate, hanno portato la produzione USA a superare quella della Russia (Grafico 1.34). Secondo recenti stime, il trend in atto li condurrà all'autosufficienza energetica entro il 2030. La produzione OPEC è salita molto nel 2012 (+1,6 mbg) per il recupero post-bellico in Libia. L'Arabia Saudita si mantiene su alti livelli estrattivi (9,8 mbg in ottobre). In Iran, invece,

Grafico 1.34

#### Estrazione di petrolio: sorpasso USA sulla Russia (Milioni di barili al giorno)



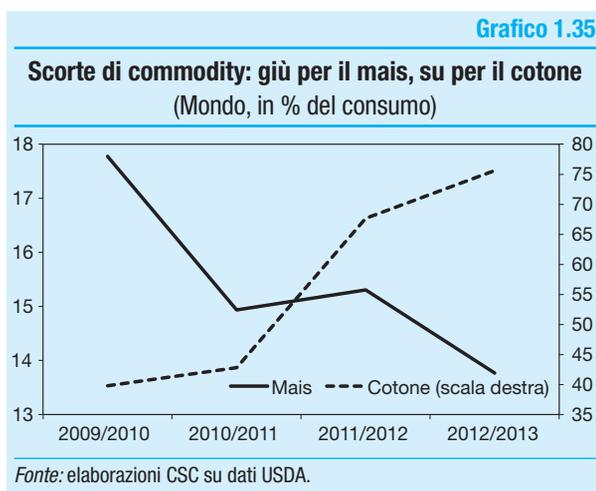
Estrazione di petrolio greggio e *liquid fuels*.  
Da novembre 2012: previsioni EIA.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati EIA.

prosegue il declino dell'estrazione (2,6 mbg, da 3,7 a settembre 2011), causato in buona misura da penuria di investimenti a seguito delle sanzioni occidentali. Declino compensato, in parte, dalla maggiore estrazione in Iraq (3,2 mbg, da 2,7). Nel complesso, l'offerta del Cartello è calata negli ultimi mesi: 30,8 mbg in ottobre dal picco di 31,6 in aprile. Nel 2013 scenderà ulteriormente, secondo le previsioni EIA (-0,3 mbg): il proseguimento del declino in Iran non sarà interamente coperto dall'aumento in altri paesi, già tutti a pieno regime (tranne la sola Arabia Saudita).

Questi andamenti determinano un mercato fisico mondiale ben rifornito. In media nel 2012 si registra perfetto equilibrio tra domanda e offerta, nel 2013 la produzione supererà la richiesta di 0,1 mbg. Secondo le stime EIA, le scorte di greggio nei paesi OCSE cresceranno di 53 milioni di barili nel 2012 e di altri 20 nel 2013.

**Prezzi in calo per gli input non-oil** Negli ultimi mesi le quotazioni delle commodity non energetiche stanno registrando diffusi cali. Molte restano su livelli storicamente elevati, altre sono invece già rientrate su valori più contenuti. Il prezzo del mais si è ridotto in misura marcata rispetto al picco estivo dovuto alla siccità (-10% a novembre da agosto; -1,8% da settembre il grano); nel complesso i prezzi dei cereali restano però alti, sui livelli dello scorso anno. Anche il prezzo del cotone è tornato a calare (-4,8% a novembre da agosto), riprendendo il trend al ribasso partito dal 2011, che lo ha riportato sulla media di lungo periodo. Il prezzo del rame continua, con qualche oscillazione, il percorso di correzione dal picco di inizio 2011. Nella media del 2012 la maggior parte delle quotazioni registreranno una diminuzione. Secondo le stime AIECE, le commodity alimentari segnano in media un -4%, quelle *non-food* di origine agricola un -16%, i metalli non-ferrosi un -14%.

La domanda mondiale di molte commodity *non-oil* frena, come risultato di un calo nei paesi avanzati e di una riduzione della crescita negli emergenti. La forza dell'offerta differisce invece nei vari mercati: in alcuni la produzione fa molta fatica a soddisfare la domanda, in altri la supera abbondantemente. Ad esempio, per il mais gli stock sono calati al 13,8% del consumo mondiale nella stagione 2012/2013, dal 17,9% nel 2009/2010, secondo lo *United States Department for Agriculture (USDA)*. Quelli di grano sono scesi al 25,6%, dal 30,9% nel 2009/2010. Le scorte di cotone, invece, aumentano: l'USDA stima un livello pari al 75,6% del consumo nel 2012/2013, dal 39,8% nel 2009/2010 (Grafico 1.35).



Nel corso del 2013 si avrà una ripartenza della domanda mondiale, ma in media d'anno la crescita sarà molto ridotta in prospettiva storica, data la persistente debolezza in vari paesi avanzati. Di conseguenza, molte quotazioni rimarranno in calo: -3,0% le commodity alimentari, -2,0% gli altri input agricoli (stime AIECE). Possibile eccezione per i metalli non ferrosi (+2,0%).

#### BCE, tassi ai minimi

Nello scenario CSC la BCE taglierà ancora il tasso di riferimento (fermo da luglio allo 0,75%), portandolo in due mosse allo 0,25% nei primi mesi del 2013. Ciò conferma nella sostanza lo scenario di settembre, rispetto al quale la tempistica delle riduzioni è spostata avanti di qualche mese. Le misure, peraltro, sono da tempo dovute e quindi appaiono tardive: sono assenti pericoli inflazionistici (l'incremento annuo dei prezzi al consumo *core*, che esclude prezzi energetici e alimentari ma non gli aumenti di IVA e tariffe varati in molti paesi, è all'1,5% annuo a novembre), la crisi dei debiti sovrani e quella bancaria persistono, l'economia dell'intera Eurolandia è in netta recessione. Che è diventata profonda nei PIIGS anche a causa dei più alti tassi di interesse pagati sui prestiti bancari per effetto degli elevati rendimenti sui titoli pubblici.

L'Euribor a tre mesi ha continuato a scendere, giungendo allo 0,19% a novembre (1,43% nel dicembre 2011). Si trova ora di 0,56 punti percentuali sotto il tasso BCE (Grafico 1.36). In termini reali (tolta l'inflazione *core*) il tasso è sceso a -1,3% a novembre. Ma il calo dell'Euribor va interpretato con cautela: il mercato interbancario è ancora frammentato, con scambi per lo più tra istituti dei paesi più solidi dell'area, quindi il tasso che esprime è poco indicativo.

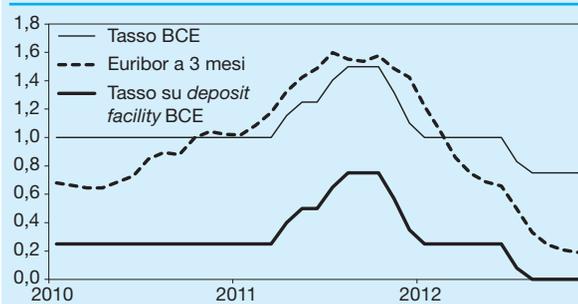
Nello scenario CSC l'Euribor si manterrà sotto il tasso BCE. In media d'anno calerà allo 0,15% nel 2013 (da 0,57% nel 2012) e resterà stabile nel 2014. Le indicazioni che vengono dai *future* pongono l'Euribor allo 0,20% fino al settembre 2013. In termini reali, al netto dell'inflazione *core*, il tasso di mercato scenderà a -1,4% nel 2013 (da -0,9% nel 2012).

#### Prestiti record alle banche

La BCE ha messo in campo operazioni espansive non standard per un ammontare record, se si considerano i prestiti alle banche e altre misure. I finanziamenti al sistema bancario sono arrivati a 1.124 miliardi a novembre. Le aste straordinarie a medio termine (tra cui quelle a tre anni) formano gran parte dei fondi (1.047 miliardi), molto più delle tradizionali operazioni "principali" (75 miliardi). La BCE conti-

Grafico 1.36

#### Tassi: la BCE ha ancora spazio per tagliare (Tassi di interesse; valori %)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Thomson Reuters.

nua a effettuare le aste a importo illimitato e tasso fisso. Nei prossimi mesi potrebbe varare nuove operazioni a medio termine, date le persistenti difficoltà delle banche, specie nei paesi periferici. Le aste a tre anni di fine 2011-inizio 2012 prevedevano, trascorso il primo anno, la possibilità di restituzione anticipata. Secondo alcuni analisti, vari istituti potrebbero restituire gradualmente parte di tali prestiti alla BCE, per un ammontare complessivo che potrebbe superare i 100 miliardi di euro. Si tratterebbe specialmente di banche di paesi *core*, che avevano attinto ammontari ridotti per prudenza, più che per necessità. Ma anche di alcuni istituti dei PIIGS, che avevano allora bisogno di quei fondi e che però ora potrebbero decidere di dare un segnale sui progressi nell'accesso diretto al mercato per la provvista.

La distribuzione dei prestiti BCE è sbilanciata verso le banche dei paesi PIIGS, molte delle quali hanno ancora una dipendenza alta da tali fondi. Le spagnole hanno assorbito la fetta maggiore delle aste triennali. Le italiane hanno ricevuto in tutto 277 miliardi, pari al 6,5% del loro passivo a settembre (1,1% a metà 2011). In alcuni paesi, varie banche si sono finanziate anche direttamente presso la Banca centrale nazionale, attraverso la *Emergency Liquidity Assistance* (ELA), liquidità erogata a istituti del proprio paese che non possano accedere alle aste BCE: è stato il caso degli istituti greci dopo che la BCE a fine luglio ha sospeso i titoli sovrani ellenici come collaterale eleggibile. Il progressivo allentamento dei criteri per il collaterale nelle operazioni di rifinanziamento, deciso tra fine 2011 e settembre 2012 (riduzione del *rating* minimo e ammissibilità di altre tipologie di titoli), ha comunque in generale consentito di prestare fondi anche alle banche più in difficoltà, che avevano esaurito gli *asset* di migliore qualità da dare in garanzia. Da fine 2011, inoltre, il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria (a 1%, da 2%) ha liberato ulteriori risorse delle banche, per circa 100 miliardi.

La circolazione della liquidità tra banche dell'area resta frenata, sebbene ci sia stato di recente qualche segnale di miglioramento. Ciò continua a derivare dalla sfiducia tra istituti. Molti di quelli che hanno eccedenza di liquidità, piuttosto che prestarla, preferiscono parcheggiarla alla BCE, nonostante la remunerazione nulla. Nutrono, infatti, dubbi (in molti casi infondati) sulla qualità degli attivi delle banche dei paesi PIIGS (spesso migliore di quella di tanti istituti di paesi *core*), anche in relazione a potenziali svalutazioni dei prestiti erogati in passato all'economia, messi a rischio dalla recessione. Le banche dei PIIGS sono indebolite anche da una provvista sui mercati ancora difficile e soprattutto costosa, sebbene alcune siano tornate di recente a raccogliere fondi con emissioni di bond che mancavano dal 2010 e a tassi decisamente più contenuti. In alcuni paesi si sono ridotti, inoltre, i depositi detenuti da investitori istituzionali e famiglie. Il parcheggio di fondi presso la BCE è alimentato anche dalla decisione di vari istituti, per lo più di paesi *core*, di costituire dei *buffer* di liquidità, in anticipo rispetto a possibili richieste delle autorità di vigilanza. Dopo l'azzeramento a luglio del tasso sulla *deposit facility*, le banche detengono gran parte di tali

fondi nel *current account* della stessa BCE. Negli ultimi due mesi alcuni istituti hanno diminuito tali depositi: la *deposit facility* si è ridotta, mentre il *current account* è rimasto pressoché stabile. A novembre gli istituti detenevano 216 miliardi nella prima (da 306 a settembre e 795 a inizio luglio) e 558 miliardi nel secondo (da 550 a settembre e 92 a luglio); i depositi totali sono scesi a 774 miliardi (da 856 a settembre e 887 a luglio).

#### Scudo anti-spread, effetto annuncio

Non essendoci stata finora una richiesta formale da parte di un governo nazionale, l'acquisto di titoli pubblici da parte della BCE secondo il piano annunciato a settembre non è diventato operativo. Il semplice annuncio di quel programma ha però abbassato gli spread sui titoli sovrani. Ma non a livelli tali da ripristinare appieno il meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria, che era l'obiettivo dichiarato (e la giustificazione) della BCE, insieme al fine ultimo di tenere insieme l'euro. Le OMT (*Outright Monetary Transactions*) nascono con importanti paletti: acquisti di titoli solo sul mercato secondario, con scadenze da 1 a 3 anni, sterilizzando la liquidità immessa con aste di segno contrario, interruzione degli acquisti per mancato rispetto delle condizioni macroeconomiche da parte del paese interessato. Ma hanno potenzialità decisamente superiori al *Securities Market Program* (SMP), cessato con le decisioni di settembre, troppo limitato e poco trasparente. La BCE ha ancora in portafoglio 209 miliardi di titoli acquistati con quel programma, gran parte dei quali sono di paesi periferici. Anche la liquidità immessa con gli acquisti di titoli SMP è stata sterilizzata. Prosegue, inoltre, il secondo programma di acquisto di *covered bond*: lo stock è salito a 16 miliardi a novembre, ma l'obiettivo di 40 miliardi entro ottobre è stato ampiamente mancato. La BCE ha in bilancio titoli per 53 miliardi del primo programma di acquisto di *covered bond*.

**Tassi a zero negli USA** La FED mantiene il tasso ufficiale allo 0,25% da quasi quattro anni, a fronte di una ripresa USA che resta fragile. La disoccupazione non è ancora scesa ai livelli pre-crisi e i prezzi non destano preoccupazioni: il loro aumento annuo era al 2,2% in ottobre, al 2,0% nella componente *core*. Perciò la FED ha ribadito che manterrà i tassi ai minimi storici almeno fino al 2015. Il CSC prevede che tagli a zero il tasso di riferimento nei prossimi mesi. Il tasso ufficiale rimarrà così inferiore a quello BCE. Il differenziale tra i due tassi sarà però decrescente: 0,30 punti percentuali in media nel 2013 e 0,25 punti nel 2014 (da 0,61 nel 2012), assottigliando il sostegno offerto all'euro rispetto al dollaro. Negli USA prosegue il calo del tasso interbancario: 0,31% a novembre, da 0,58% a gennaio. Nello scenario CSC il tasso interbancario scenderà ancora: 0,05% in media nel 2013 e nel 2014 (da 0,43% nel 2012).

#### Varato il quantitative easing 3

La FED ha lanciato a settembre l'atteso nuovo programma di acquisto di titoli. Il piano rappresenta la terza fase del *quantitative easing* (QE3), inaugurato nel 2009. Saranno acquistati titoli (*mortgage backed securities*, MBS) per 40 miliardi di dollari al mese, fino a che ciò sarà ritenuto necessario per irrobustire il mercato

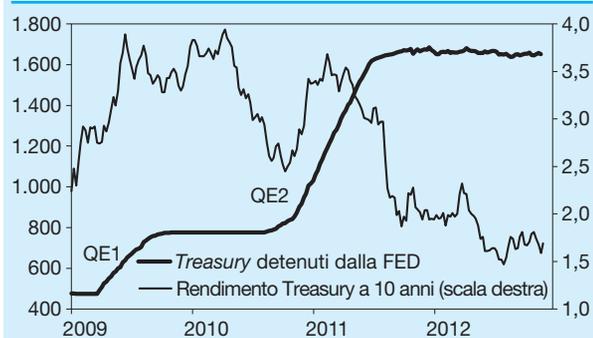
del lavoro. L'ammontare finale, quindi, è indefinito. L'obiettivo di tali acquisti è abbassare i tassi per sostenere la crescita economica, senza alimentare rischi di inflazione o bolle sui mercati, come riuscito nelle due precedenti fasi di QE (Grafico 1.37). A novembre l'ammontare di *Treasury* nel portafoglio FED era di 1.650 miliardi di dollari (57% dell'attivo). Nel complesso la Banca possiede titoli per 2.631 miliardi (tra cui 901 miliardi di MBS). Il bilancio totale arriva a 2.872 miliardi. La FED reinveste in titoli le somme incassate dal rimborso di quelli giunti a scadenza. Con il QE3, farà crescere ulteriormente la dimensione del portafoglio, dopo vari trimestri di azione sulla sua composizione (programma *Twist*) mirata ad abbassare i tassi a lunga facendo crescere la quota in bilancio di titoli federali a scadenze più lontane. A novembre l'ammontare di titoli con durata inferiore a un anno era praticamente azzerato e quello di titoli con scadenza tra 1 e 5 anni era sceso al 24,5% del totale. Viceversa, è salito al 51,2% il controvalore dei *Treasury* che matureranno tra 5 e 10 anni e al 24,3% quello dei *T-Bond* oltre i 10 anni.

Gli acquisti FED di titoli hanno contribuito al calo dei rendimenti sui bond USA. In vari periodi, si sono sommati alla fuga verso la qualità degli investitori, spinti dalla crisi dei debiti in Eurolandia. Negli ultimi mesi i tassi USA sono saliti poco sopra i minimi. Il rendimento del *Treasury* decennale era all'1,7% a novembre (minimo a 1,5% in luglio). Il rendimento a più lungo termine, quello sul *Treasury* trentennale, era al 2,8% (2,5% in luglio) e quello sulle obbligazioni tripla A di pari durata emesse da imprese USA era al 3,6% (dal 3,2%). I tassi reali restano, comunque, abbondantemente in territorio negativo e agiscono da stimolo agli investimenti: quelli misurati sui titoli decennali indicizzati all'inflazione erano al -0,7% a novembre, stesso livello di luglio.

**Flessione delle Borse, non in Germania** Le quotazioni azionarie USA hanno registrato una flessione negli ultimi due mesi: -3,6% a novembre dal picco di settembre (indice Standard&Poor's 500). Tra giugno e settembre erano salite dell'8,9%, riportando temporaneamente Wall Street oltre i livelli pre-crisi (a novembre, invece, i prezzi erano del 2,4% inferiori ai valori del gennaio 2007). Andamenti simili per il mercato azionario in Italia (-3,2% tra settembre e novembre, dopo il +18,5% tra giugno e settembre). In Germania, invece, non si sono registrate flessioni negli ultimi due mesi: +2,4% (dopo +10,2%). Di conseguenza, sono

Grafico 1.37

### Titoli USA: tassi bassi, anche grazie ad acquisti FED (Miliardi di dollari, valori %, dati settimanali)



Fonte: elaborazioni CSC su dati FED.

sempre più divergenti le dinamiche delle quotazioni in Europa: in Germania i prezzi di Borsa sono del 18,7% sopra i valori del gennaio 2007, in Italia del 61,7% inferiori.

**Si stabilizza l'euro** Lo scenario CSC incorpora, come ipotesi di lavoro più che come previsione, un tasso di cambio dollaro-euro immutato a quota 1,28 nel prossimo biennio, il medesimo valore medio annuo stimato nel 2012.

Negli ultimi due mesi l'euro si è stabilizzato in termini effettivi nominali (+0,5%), nonostante la debolezza economica di Eurolandia. Il dato medio è il risultato di variazioni di segno opposto rispetto alle singole valute. Verso il dollaro l'euro si è leggermente apprezzato (+0,5% dai primi giorni di ottobre ai primi di dicembre), nei confronti dello yen si è apprezzato del 5,2% e rispetto alla sterlina ha guadagnato l'1,1%. Le Banche centrali di queste economie stanno attuando ampie espansioni monetarie che indeboliscono le loro valute. L'euro ha invece continuato a perdere valore rispetto allo yuan (-1,0%), che è tornato lungo il sentiero di apprezzamento controllato dalle autorità monetarie cinesi.

## 2 NUOVA FINANZA ALLE IMPRESE PER SUPERARE LA SCARSITÀ DI CREDITO

*Con la crisi, le regole e i comportamenti della finanza si stanno modificando, anche se lungo un percorso accidentato e non lineare. I cambiamenti sono particolarmente rilevanti nel settore bancario. Soprattutto nell'Eurozona e in quei paesi della moneta unica che, come l'Italia, sono caduti nella spirale «difficoltà dei conti pubblici-credit crunch-recessione».*

*Nel Paese questa spirale e la frammentazione del sistema monetario europeo hanno rotto fragili equilibri preesistenti. Occorre agire con tutti gli strumenti disponibili per interrompere il circolo vizioso e riattivare il circuito del credito, che comunque uscirà profondamente cambiato rispetto alle condizioni passate di più facile accesso ai prestiti. È difficile dire come sarà il mondo creditizio alla fine della crisi, ma di certo i prestiti bancari avranno minor peso nel finanziamento delle aziende.*

*Serve nuova finanza per le imprese, che va trovata aprendo canali alternativi a quello bancario, da tempo individuati ma mai diventati realmente efficaci. In particolare, maggiori risorse dovranno provenire dal capitale proprio delle aziende. Ciò richiede il rilancio di vari strumenti. La crisi ha interrotto in Italia lo sviluppo del mercato del private equity (solo 0,7 miliardi di euro di investimenti netti nella prima metà di quest'anno), importante per le PMI che non accedono alla Borsa. Anche l'espansione degli strumenti ibridi di capitale, come il mezzanine finance, ha subito una battuta d'arresto. Le cartolarizzazioni si sono fermate ed è indispensabile farle ripartire, concentrandosi su quelle relative ai prestiti alle piccole e medie imprese (1,4 miliardi di euro di nuove operazioni nel secondo trimestre del 2012). Da tre anni le emissioni di obbligazioni corporate, al netto dei rimborsi, sono negative e solo alcune grandi aziende sono state in grado di raccogliere fondi: bisogna sbloccare tale mercato e farvi accedere anche le PMI.*

*Questo processo trasformerà il rapporto banca-impresa, attraverso rating più alti, maggiore presenza delle banche sul territorio, strumenti di credito più a lungo termine per gli investimenti. È difficile, infatti, finanziare gli investimenti con prestiti bancari fermi o in flessione. E in presenza di limiti di accesso delle imprese italiane ai mercati internazionali.*

*Simulazioni del CSC mostrano che per realizzare un'espansione degli investimenti al ritmo del decennio pre-crisi occorrono finanziamenti aggiuntivi per 90 miliardi in un quinquennio. Se il credit crunch non fosse fermato e i prestiti bancari alle imprese si riducessero del 2,5% annuo, il fabbisog-*

---

Il capitolo è stato elaborato da Ciro Rapacciuolo (CSC), Francesca Brunori e Valentina Carlini (Area Fisco, Finanza e Welfare Confindustria), con la collaborazione di Marco Onado (Università Bocconi).

gno finanziario salirebbe a 196 miliardi; mantenendo l'attuale composizione del passivo delle imprese, questi fondi dovrebbero essere costituiti da 108 miliardi di nuovo capitale proprio e da 88 di obbligazioni e altre fonti. Perciò è cruciale garantire almeno la stabilità dei prestiti bancari, che conterrebbe a 49 miliardi i nuovi apporti di capitale e a 41 miliardi i fondi da altre fonti.

Ormai è evidente che l'epicentro della crisi globale è diventata l'Eurozona, nella quale l'integrazione finanziaria, fortemente aumentata con l'unione monetaria, è stata decisamente ridimensionata dalla balcanizzazione dei sistemi bancari, con le spaccature nel mercato interbancario, e dai conseguenti ampi differenziali tra i paesi periferici e quelli core nei tassi pagati da famiglie e imprese. Differenziali che agiscono da ulteriori forze disgregatrici e centrifughe, distorcendo il terreno competitivo a favore delle economie premiate dai mercati come più solide. Questi divari riflettono tra l'altro l'inceppamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria unica a tutti i paesi membri dell'UEM, inceppamento dovuto agli alti e persistenti spread tra i rendimenti dei titoli pubblici.

In Italia, che ha una finanza storicamente banco-centrica, la spirale pericolosa sta avendo effetti molto marcati sull'andamento dell'economia, anche perché si è innestata su specificità non ottimali preesistenti. Oltre a sperimentare una nuova, profonda e lunga recessione (specie nella domanda interna), che retroagisce sui bilanci e sulle dinamiche dei prestiti bancari attraverso l'aumento delle sofferenze, per le stesse banche la raccolta di fondi è divenuta più costosa e si è prosciugata tra l'estate 2011 e la primavera 2012; il quadro è un po' migliorato dopo l'estate. Comunque, rimane ridotto il finanziamento degli investitori esteri. A ciò si aggiungono le nuove regole, che impongono ratio di capitale più alti.

Tutto ciò ha causato il calo del credito erogato alle imprese italiane, calo che è stato contenuto dalla raccolta di nuovo capitale realizzata dalle banche nell'ultimo anno, non senza difficoltà. Le indagini qualitative segnalano il proseguimento e l'aggravarsi nel terzo trimestre di quest'anno dell'ulteriore e fortissima stretta all'offerta di credito bancario partita nel 2011. Sulla scia della recessione, anche la domanda di prestiti ha iniziato a contrarsi nel corso del 2012; ciononostante, rimane senza finanziamenti una quota crescente di aziende che ne fanno richiesta. Sono state varate importanti misure che hanno tamponato la situazione. Resta alto, però, il rischio che continui la diminuzione del credito nei prossimi trimestri, se non addirittura anni.

Lo scenario finanziario è, infatti, denso di incertezza. L'FMI ha evidenziato perdite potenziali sui prestiti bancari molto elevate in tutta l'Area euro. A fronte delle quali, se non verrà raccolto nuovo capitale, gli istituti di credito saranno costretti, per rispettare i ratio patrimoniali, ad attuare nuove riduzioni degli attivi, ossia a continuare nel processo di deleveraging. In Italia, fino a quando lo spread pagato sui titoli pubblici resterà elevato, altrettanto alti rimarranno il costo della raccolta bancaria e i tassi sui nuovi prestiti. Il credito è frenato anche dalla flessione della redditività delle banche, in particolare dalla diminuzione dei margini di interesse proprio sull'intermediazione tra offerta e domanda di risparmio effettuata attraverso i canali dei depositi e dei crediti. Bisogna continuamente monitorare con attenzione e accompagnare i processi di aggiustamento.

*Gli interventi decisi a livello europeo, come l'unione bancaria e il sostegno congiunto alla crescita, non hanno spezzato la spirale tra crisi dei debiti sovrani e difficoltà di bilancio delle banche, perché dopo gli annunci sono insorte divisioni su tempi e contenuti delle intese che ne rendono incerta l'attuazione. Le regole per le banche e per i mercati finanziari sono state riformate, ma alcune hanno effetti immediati negativi perché accentuano il deleveraging; è il caso di Basilea 3. I finanziamenti triennali della BCE alle banche ne hanno in molti casi evitato il collasso per mancanza di liquidità, ma essendo stati varati in condizioni di emergenza non sono stati corredati da incentivi a fornire credito all'economia, come invece avviene con le nuove operazioni della Bank of England. L'annuncio dello scudo anti-spread (OMT) di BCE e ESM ha di fatto posto un tetto ai rendimenti dei titoli pubblici dei paesi periferici, che restano però elevati.*

*Servono urgentemente ulteriori misure per rivitalizzare il credito, condizione necessaria a rimettere in moto l'economia. Non possiamo inventare molti strumenti nuovi rispetto a quelli già proposti, in alcuni casi senza successo: bisogna superare, ove esistenti, le resistenze politiche a livello europeo. Occorre completare non solo la vigilanza unica, ma l'intera unione bancaria europea, che comprende l'assicurazione comune dei depositi e un meccanismo europeo di gestione degli istituti in crisi. Dentro ogni banca vanno protette le attività di deposito e prestito da quelle, rischiose, di investimento. Bisogna ristrutturare la torre di Basilea, rendendola più semplice e meno opaca. In Italia, i confidi e il Fondo di Garanzia possono svolgere un ruolo ancora maggiore per l'accesso al credito. Bond di distretto e finanza delle reti di impresa sono strumenti con i quali il Paese può sfruttare ancora meglio peculiarità vincenti del suo tessuto produttivo. I fondi che la CDP ha messo a disposizione delle banche mirano ad alimentare i prestiti alle PMI.*

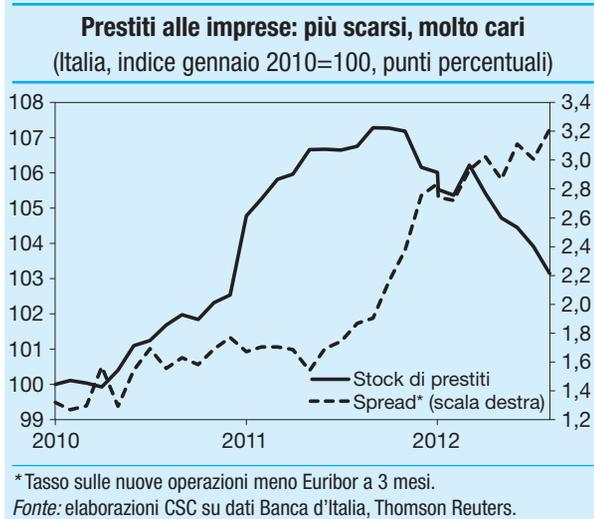
*Sempre più analisti pensano a una ricapitalizzazione delle banche con fondi pubblici europei, come già avvenuto in alcune economie. Il fondo ESM giocherà un ruolo chiave, con l'iniezione diretta di capitale negli istituti, ma la sua entrata in campo in tale ambito è posticipata rispetto alla realizzazione della vigilanza unica. Alcuni paesi europei (Francia, Regno Unito) stanno creando ex-novo banche pubbliche per fornire alle piccole imprese prestiti, garanzie, iniezioni di capitale.*

## 2.1 Oggi, ancora dentro la crisi

**Credit crunch in atto** Dallo scorso anno è diventato ancora più stretto il canale bancario per il finanziamento delle imprese italiane. Lo stock di prestiti erogati alle aziende è addirittura in calo (-3,9% a settembre rispetto al picco del settembre 2011). Da maggio 2012 i prestiti si sono ridotti al ritmo dello 0,6% medio mensile. Per le piccole imprese i prestiti bancari si contraggono ancora più velocemente. La quota di aziende che non ha ottenuto il prestito richiesto, in tutto o in parte, era balzata all'11,7% già nel 2011, da una media intorno al 3% nel periodo 2005-2007; il 25% prevede di avere liquidità insufficiente nel quarto trimestre 2012. Dati che indicano come a molte aziende i prestiti vengano razionati, ossia che la loro domanda di credito non sia soddisfatta<sup>1</sup>. Il credito accordato, inoltre, viene fornito a tassi molto elevati.

Le banche da inizio 2011 hanno avviato un nuovo *round* di restrizione dei *credit standard*, come indica l'indagine qualitativa presso i primi otto istituti svolta dalla Banca d'Italia nell'ambito della *Bank Lending Survey* della BCE. La stretta dell'offerta di credito, che è stata tra le cause della ricaduta in recessione dell'economia italiana, è proseguita ancora nel terzo trimestre 2012. La domanda di credito da parte delle imprese ha continuato a crescere per tutto il 2011, anche dopo che la recessione era già iniziata. Solo nel 2012 le imprese hanno cominciato a ridurre le richieste di prestiti. Un cambio di rotta da collegare, tra l'altro, ai livelli proibitivi raggiunti dal costo del denaro, che hanno spinto molte aziende a rinunciare a contrarre nuovi prestiti. I tassi di interesse sono, infatti, troppo alti sia rispetto alla situazione economica di forte recessione sia ai tassi ufficiali della BCE. Ciò è vero nonostante la flessione osservata negli ultimi mesi: il tasso medio era al 3,5% in settembre, al 4,4% per le PMI, con l'Euribor a 3 mesi sceso allo 0,2%. Ciò significa che gli spread applicati dalle banche sui tassi di mercato sono ai massimi storici: 3,2 punti percentuali in media, per le PMI 4,2 punti (Grafico 2.1). Dietro tali valori comunque medi si celano tassi molto alti pagati da varie aziende. In ogni caso si tratta di valori che, data anche l'erosione dei margini, finiscono per essere superiori al rendimento atteso di molti investimenti, realizzati o in progetto.

Grafico 2.1



<sup>1</sup> Su questo punto si veda anche Carlo Milani (2012), *Perché il credito non riesce a galoppare*, Lavoce.info, 9 novembre.

### Le cause della stretta: capitale e svalutazione di asset...

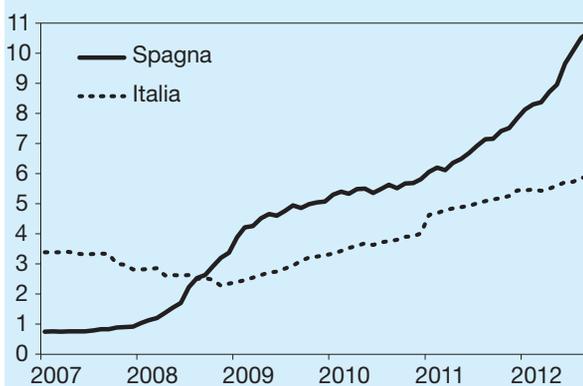
Ci sono varie cause all'origine della stretta creditizia. Prima di tutto, il processo di *deleveraging* delle banche, cioè di riduzione della leva che era molto salita prima della crisi (anche se in Italia meno che altrove), contribuendo in modo determinante alla bolla del credito e rendendo più vulnerabili le banche. La riduzione della leva è un processo dettato dalla volontà di ridurre la rischiosità ma è anche indispensabile per rispettare i *ratio* di capitale previsti da Basilea 3 ed EBA (*European Banking Authority*). In una prima fase, le banche l'hanno effettuata raccogliendo nuovo capitale e, in mancanza di questo, diminuendo alcuni asset. Ora che molti istituti hanno raggiunto i *ratio* richiesti, le svalutazioni di vari tipi di asset rischiano di erodere di nuovo il capitale. Le banche, perciò, continuano a tagliare l'attivo, compresi i prestiti a imprese e famiglie. La loro selettività nasce dal fatto che se il capitale viene eroso di un euro a causa di eventuali perdite, ciò obbliga a ridurre il monte prestiti di altri 9 euro per preservare il *ratio* (pari al 10,5% in termini di capitale totale a regime). Simmetricamente gli utili non distribuiti aumentano il capitale e vanno ad accrescere, via leva, il monte prestiti potenziale. Il fatto che la redditività bancaria sia molto bassa, come vedremo più avanti, fa sì che si generi poco capitale aggiuntivo per effettuare nuovi prestiti. Le perdite che gli istituti creditizi rischiano di subire nel breve-medio termine riguardano soprattutto proprio i prestiti erogati in passato all'economia. Le sofferenze bancarie in Italia sono arrivate a 118 miliardi di euro a settembre, pari al 5,9% dei prestiti, da 45 miliardi in media nel 2008 (2,6%; grafico 2.2). Dati elevati, anche se la situazione italiana non è giudicata allarmante nel confronto storico e in quello internazionale, tenuto pure conto della maggiore severità

delle definizioni utilizzate dalla vigilanza della Banca d'Italia. In Spagna i crediti in sofferenza sono cresciuti molto più rapidamente (182 miliardi a settembre, da 38 nel 2008) e in proporzione ai prestiti (10,7%) sono quasi doppi rispetto a quelli in Italia.

Una recente analisi dell'FMI prevede perdite ingenti per le banche europee nei prossimi anni sui crediti dubbi<sup>2</sup>. In conseguenza di tali perdite, nello scenario in cui sono realizzati gli interventi di politica in atto e quelli annunciati, secondo la tabella di marcia prevista (*baseline policies*), l'FMI stima una riduzione degli attivi bancari, via effetto leva, pari a 2800

Grafico 2.2

**Sofferenze in aumento, di più in Spagna**  
(In % dei prestiti, stock di fine periodo, controparte: totale altri settori)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, Banco de España.

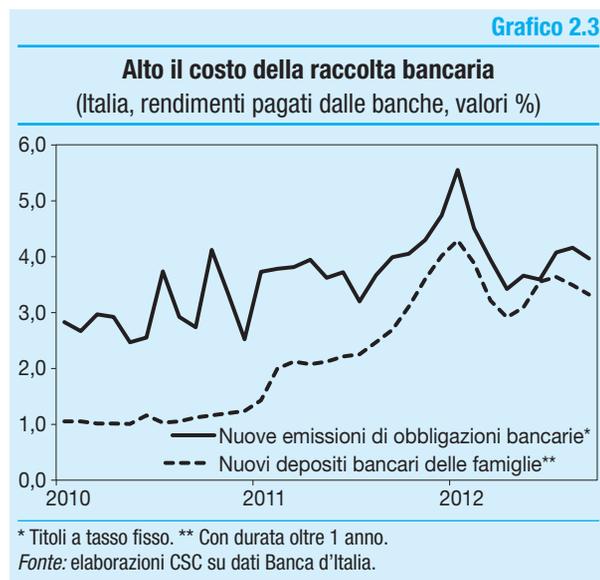
<sup>2</sup> FMI, *Global Financial Stability Report*, ottobre 2012.

miliardi in Europa tra 2011 e 2013. In particolare, i prestiti bancari si ridurrebbero nel periodo del 9,4% nei cinque paesi periferici di Eurolandia e dello 0,9% in quelli *core*. Nello scenario in cui le politiche fossero annacquate, per esempio ritardando l'implementazione degli strumenti annunciati, la riduzione degli attivi arriverebbe a 4500 miliardi e il calo dei prestiti al 17,7% nella periferia e 2,2% al centro. Ciò condurrebbe a un brusco crollo degli investimenti delle imprese (-16,5% nel 2013 rispetto allo scenario base).

**...e raccolta difficile** Ulteriore causa della stretta creditizia sono le difficoltà nella raccolta bancaria. Il costo resta alto per diversi strumenti. Il rendimento sulle emissioni di nuove obbligazioni era al 4,0% a settembre (da 4,2% in agosto). Quello pagato alle famiglie per i nuovi depositi a scadenza oltre 1 anno era al 3,3% (3,5% in agosto). Entrambi avevano toccato il picco nel gennaio 2012 (5,6% e 4,3%), al culmine della crisi, con il rendimento sui BTP vicino ai massimi, per poi calare ai valori di aprile (3,4% e 2,9%), in tandem con quelli sui titoli sovrani, grazie alle aste triennali della BCE

(Grafico 2.3). Data la nuova riduzione degli stessi rendimenti sui titoli di Stato avvenuta dopo l'annuncio in settembre dello scudo anti-spread BCE-ESM, si è osservata aneddoticamente una flessione del costo della raccolta bancaria. Il quale, però, ai livelli attuali dei tassi sui BTP resterà elevato e continuerà a frenare i prestiti alle imprese.

Le banche italiane, inoltre, hanno incontrato notevoli difficoltà negli stessi volumi della raccolta, specie dalla seconda metà del 2011. Negli ultimi mesi hanno in parte riconquistato accesso ai mercati internazionali. Presentano, tuttavia, un divario strutturale tra il valore dei depositi fatti da famiglie e imprese italiane e quello dei prestiti erogati a residenti. Il *funding gap* sull'attività tradizionale di intermediazione è arrivato a livelli molto elevati: nel settembre 2012 i depositi erano pari a 1.067 miliardi di euro, contro 1.480 miliardi di prestiti (Tabella 2.1). Il gap è quindi pari al 28% dei prestiti; le emissioni obbligazionarie sono perciò cruciali per chiuderlo. Alla fine del 2011 il gap aveva toccato un picco del 35%, riducendosi poi a riflesso del calo dei prestiti a imprese e famiglie. Questo divario tra raccolta via depositi e impieghi a livello nazionale è emerso da anni<sup>3</sup>. Prima della crisi finanziaria era coperto soprattutto, appunto, da



<sup>3</sup> Nel 1993 il Testo Unico Bancario ha varato in Italia la "banca universale", eliminando la separazione funzionale tra istituti di credito ordinario (che operavano sul breve termine, raccogliendo depositi) e istituti di credito speciale (attivi sul medio-lungo, finanziandosi con obbligazioni). Pochi anni dopo, dal 1996, il gap tra prestiti e depositi ha cominciato ad ampliarsi rapidamente.

emissioni obbligazionarie, comprate da investitori istituzionali, i cui acquisti poi si sono rarefatti. Per sopperire alla mancanza di liquidità in molti paesi dell'Eurozona, da fine 2011 la BCE è intervenuta con i finanziamenti triennali alle banche.

Va anche considerato che, come più volte sottolineato dal Governatore della Banca d'Italia, le politiche di riduzione dei costi attuate dalle banche italiane andrebbero rafforzate, a fronte delle difficoltà nei ricavi, che vedremo più avanti. La razionalizzazione, che pure c'è stata, non ha finora fatto crescere abbastanza l'efficienza e, quindi, non ha adeguatamente sostenuto il risultato operativo. Cosicché non si sono generate quelle risorse patrimoniali necessarie ad alimentare in modo più robusto il portafoglio prestiti.

#### In ritirata i capitali esteri

Inoltre, c'è stata la riduzione dei finanziamenti da parte di banche e investitori esteri. Questi hanno ritirato fondi dai paesi periferici di Euro-landia, dove in precedenza prestavano al settore privato e alla pubblica amministrazione. Particolarmente grave è stato il blocco del mercato interbancario europeo, che si è frammentato, privando così gli istituti dei paesi periferici di una fonte importante di raccolta a breve. In Italia, come altrove, si è avuta una forte diminuzione dei capitali esteri investiti nei titoli sovrani: la loro quota sul debito pubblico italiano è scesa al 35%, dal 51% a metà del 2011. Alcuni paesi di Euro-landia, specie la Grecia, hanno anche sperimentato la fuga di depositi bancari di residenti, nella fase più acuta di timori circa l'integrità dell'euro.

L'uscita di capitali (non solo stranieri) da un paese costringe al riequilibrio dei conti nazionali via stretta finanziaria. L'Italia ha una posizione debitoria sull'estero pari al 24% del PIL. Se gli investitori ritirano capitali dal paese, diventa più difficile rifinanziare lo stock di debito di Stato, famiglie e imprese. La posizione debitoria estera italiana è comunque decisamente migliore di quella di Spagna (92% del PIL), Grecia (96%), Irlanda (99%) e Portogallo (108%). Viceversa, la Germania presenta una consistente posizione attiva nei confronti dell'estero (38% del PIL).

#### Scarse le altre fonti di finanziamento per le imprese

Molte imprese incontrano difficoltà nel finanziarsi sul mercato azionario e obbligazionario. Le quotazioni di Borsa in Italia non si sono mai riavvicinate in maniera apprezzabile ai livelli pre-crisi, a differenza di quanto avvenuto in Germania e negli USA. Questo riduce le possibilità delle aziende di raccogliere

Tabella 2.1

<b>Banche italiane: funding gap coperto in parte da obbligazioni</b> (Residenti in Italia, consistenze in miliardi di euro, settembre 2012)				
	Imprese	Famiglie	Imprese e famiglie	In % dei prestiti
Depositi in banca	186	881	1.067	72
Prestiti da banche	870	610	1.480	100
Depositi - prestiti	-684	271	-413	-28
Obbligazioni bancarie*	16	383	399	27
Depos.+ obblig.- prest.	-668	654	-14	-1

\* Dati al giugno 2012.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

capitale di rischio. Le emissioni di obbligazioni delle imprese sono state nettamente limitate dalla crisi finanziaria. Negli ultimi tre anni le nuove emissioni, al netto dei rimborsi di titoli in scadenza, in Italia sono risultate negative (-2,8 miliardi di euro al mese tra 2010 e 2012). Lo stock sta quindi diminuendo. Le emissioni lorde medie mensili hanno toccato un minimo a 2,9 miliardi nel 2010 e sono risalite a 7,0 miliardi nel 2012. Il picco era stato raggiunto nel 2008, a 9,3 miliardi (Grafico 2.4). Le emissioni delle banche hanno resistito meglio alla crisi. Quelle nette sono rimaste positive negli ultimi due anni (5,8 miliardi mensili nel 2012), dopo essere state negative nel 2010 (-1,0). Lo stock sta dunque crescendo, sebbene a ritmi dimezzati rispetto a quelli del 2008 (10,1 miliardi di emissioni nette mensili). Le emissioni lorde sono arrivate a 27,9 miliardi mensili nel 2012; d'altra parte ciò è necessario per rinnovare uno stock di titoli molto ampio e crescente.

Il costo di questa forma di finanziamento per le imprese è salito notevolmente. I rendimenti che le imprese italiane devono offrire per collocare obbligazioni sono molto più alti di quelli delle aziende tedesche.

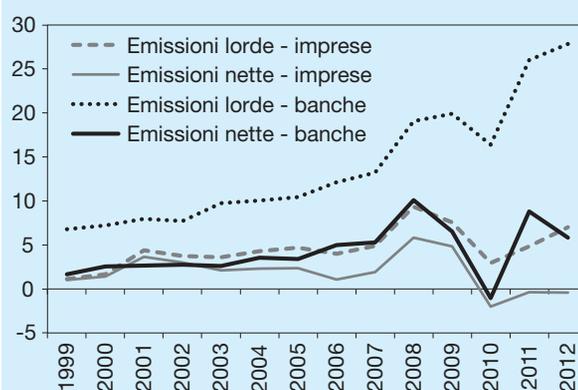
Infine, è diminuito l'autofinanziamento, a causa del calo di redditività. I margini stanno proseguendo lungo il trend di erosione partito molto prima della crisi. Il *mark-up* industriale segna un -5,7% nel 2012 rispetto al 1995. Il margine operativo lordo è al livello più basso dall'inizio degli anni Novanta (32,2% in rapporto al valore aggiunto a metà 2012). Secondo stime della Banca d'Italia, la capacità delle imprese di utilizzare risorse interne per effettuare gli investimenti è calata fortemente dal 2010, proseguendo lungo un trend al ribasso partito da metà anni Novanta.

Per fronteggiare in modo ideale le attuali condizioni finanziarie, un'impresa dovrebbe ricorrere in via esclusiva all'autofinanziamento e non avere esposizione debitoria, risultando così sempre solvibile, anche se rimarrebbe esposta al rischio di ritardi o mancati pagamenti dalla clientela. Ma si tratta di casi limite, pur presenti, in Italia come in altri paesi.

Nel contempo, è salito il fabbisogno finanziario a causa dell'allungamento dei tempi di pagamento, specie dalla PA alle imprese, con conseguente accumulazione di un elevato debito commerciale del settore pubblico. Nel 2012 il tempo che le imprese devono attendere

Grafico 2.4

#### Obbligazioni: per le imprese emissioni sotto zero (Italia, miliardi di euro, dati medi mensili)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

per ottenere il pagamento da parte della PA è salito a 180 giorni, da 128 nel 2009, un valore molto elevato a livello internazionale (in Germania è di 36 giorni nel 2012, in Francia di 65). Lo stock di crediti vantati dalle aziende italiane supera i 70 miliardi. Se la PA pagasse in tempi rapidi, le imprese avrebbero meno problemi di liquidità. Questi hanno portato a un aumento dei ritardi di pagamento anche tra aziende. Nel 2012 il tempo medio è salito a 96 giorni in Italia, da 88 nel 2009. In Germania è di 35 giorni nel 2012, in Francia di 57. Molte imprese ritardano i pagamenti ai piccoli fornitori. Ma alcune imprese di grandi dimensioni, viceversa, li accelerano per sostenere i fornitori considerati strategici.

### La nuova normativa per i ritardi dei pagamenti

L'Italia ha recepito, a fine ottobre, la direttiva europea sui ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali (2011/7/UE), introducendo un tetto massimo per i tempi di pagamento della pubblica amministrazione (PA) nei confronti delle imprese: 30 giorni, elevabili a non oltre 60 e solo in casi particolari.

Con tale recepimento, sollecitato da Confindustria, è stata significativamente modificata la precedente disciplina sui ritardi di pagamento, che lasciava piena libertà contrattuale a tutte le parti in merito alla pattuizione dei termini di pagamento e agli interessi moratori dovuti in caso di ritardo.

Le nuove regole - che accolgono integralmente i principi della direttiva e si applicheranno ai contratti per la fornitura di merci e la prestazione di servizi che verranno stipulati dal 1° gennaio 2013 - variano a seconda che si tratti di rapporti tra imprese ovvero di rapporti tra PA e imprese.

In particolare, con l'obiettivo di arrestare il fenomeno dei ritardi di pagamento della pubblica amministrazione che in Italia ha assunto un peso non più sostenibile determinando costi ingiustificati per le imprese e influenzando negativamente su liquidità e gestione finanziaria, per i rapporti commerciali in cui il debitore sia la PA è previsto che: il termine di pagamento è, di regola, di 30 giorni; è possibile stabilire un diverso termine di pagamento solo quando sia giustificato dalla natura e dall'oggetto del contratto, nonché dalle circostanze esistenti al momento della sua conclusione: in questi casi il termine non può superare i 60 giorni; per gli enti che forniscono assistenza sanitaria (ASL, aziende ospedaliere e policlinici) il termine ordinario è automaticamente elevato a 60 giorni; in caso di mancato pagamento entro i termini stabiliti, il debitore è tenuto a corrispondere interessi moratori, che decorrono senza che sia necessaria la costituzione in mora, calcolati su base giornaliera e pari al tasso applicato dalla BCE alle più recenti operazioni di rifi-

nanziamento maggiorato di 8 punti percentuali; eventuali procedure volte ad accertare la conformità al contratto della merce o dei servizi non possono avere una durata superiore a 30 giorni dalla data di consegna della merce o di prestazione del servizio, salvo che sia diversamente concordato per iscritto dalle parti e previsto nella documentazione di gara e purché ciò non sia gravemente iniquo per il creditore.

Maggiore libertà negoziale è invece lasciata alle imprese, anche al fine di rispettare le loro scelte nel concedere credito commerciale ai clienti. Per i rapporti commerciali tra privati il termine ordinario di pagamento è fissato a 30 giorni, ma è contemporaneamente stabilito che le parti possono concordare per iscritto un diverso termine, anche superiore a 60 giorni, alla sola condizione che tale termine non sia gravemente iniquo per il creditore. Analoga flessibilità è prevista per gli interessi moratori dovuti in caso di mancato pagamento entro i termini stabiliti: questi ultimi possono essere liberamente concordati tra le imprese purché non risultino gravemente iniqui per il creditore. In proposito il decreto prevede che un'eventuale clausola che escludesse l'applicazione degli interessi di mora è considerata iniqua e, di conseguenza, nulla.

In generale, sia per i contratti tra imprese sia per quelli tra imprese e PA è fatta comunque salva la possibilità di concordare termini di pagamento a rate: in questo caso, le conseguenze negative del ritardo devono essere calcolate esclusivamente sulle singole rate scadute.

Alle associazioni di categoria viene confermato un ruolo già affidato loro dalla precedente disciplina: sono legittimate ad agire, a tutela degli interessi collettivi, richiedendo al giudice competente di accertare gravi iniquità relative ai termini di pagamento, al tasso degli interessi moratori, al risarcimento dei costi di recupero. Sono in corso approfondimenti volti a chiarire se le nuove regole si applichino anche al settore dei lavori pubblici.

Resta il problema dello smaltimento dello stock di debito accumulato dal settore pubblico, che ha aumentato il fabbisogno finanziario delle imprese. Per questo il Governo, d'intesa con Confindustria, ABI e le altre associazioni imprenditoriali, ha di recente messo a punto un pacchetto di misure che, sebbene non siano ancora disponibili dati di monitoraggio, può essere considerato una prima concreta soluzione per favorire la riduzione del debito pregresso della PA. Il pacchetto si compone di diversi strumenti tra loro strettamente collegati. Primo, la certificazione dei crediti che Stato, enti pubblici nazionali, regioni (incluse quelle sottoposte a piani di rientro da deficit sanitari), enti locali ed enti del servizio sanitario nazionale debbono rilasciare obbligatoriamente entro 30 giorni dalla richiesta dei creditori; la certificazione attesta che il credito è certo, liquido ed esigibile e indica la data di pagamento da parte della PA: data che non potrà essere successiva a 12 mesi dalla domanda di certificazione (gli enti che certificando sforerebbero i limiti del patto di stabilità lo fanno senza indicare la data di pagamento). Secondo, la compensazione dei crediti certificati con debiti

iscritti a ruolo entro il 30 aprile 2012. Terzo, il Protocollo ABI-Confindustria sullo smobilizzo dei crediti certificati con il quale il sistema bancario mette a disposizione delle PMI 10 miliardi per la realizzazione di operazioni di sconto, pro soluto e pro solvendo, nonché per la concessione di anticipazioni sui crediti certificati. Quarto, la copertura del Fondo di Garanzia per le PMI, le cui regole sono state di recente modificate anche al fine di favorire la concessione di anticipazioni da parte delle banche su crediti certificati: tali operazioni possono essere garantite dal Fondo per un ammontare pari al 70% del valore dell'operazione, a titolo gratuito e fino a 2,5 milioni di euro di importo garantito.

Per rendere più efficaci le misure sulla certificazione, operative da luglio, sono state recentemente introdotte modifiche, anche a seguito delle richieste di Confindustria. Tra le novità si segnala che è entrata in funzione un'apposita piattaforma elettronica messa a disposizione dal MEF tramite la quale potrà essere realizzato l'intero processo. Inoltre, è stato previsto il riconoscimento, ai fini della compensazione nonché della cessione dei relativi crediti a banche e intermediari finanziari e dell'accesso al Fondo di Garanzia per le PMI, delle certificazioni rilasciate da regioni ed enti del servizio sanitario nazionale ai sensi di piani di rientro dal deficit sanitario. Analogo riconoscimento, ma finalizzato esclusivamente alla cessione a banche e intermediari finanziari e all'accesso al Fondo di Garanzia per le PMI, è previsto per le certificazioni rese, ai sensi del Codice dei contratti pubblici, per stati di avanzamento lavori di contratti pubblici di appalto.

### *Le fragilità che hanno aggravato l'impatto della crisi*

**Debiti, meno risparmi, meno ricchezza** Secondo l'FMI, nei paesi periferici di Eurolandia le debolezze nei bilanci di aziende e famiglie, unite a quelle nei conti pubblici e nel sistema bancario, restano al centro delle preoccupazioni dei mercati internazionali.

Un alto debito pubblico pesa sulla *performance* economica e comporta il rischio di una crisi di fiducia circa la sua sostenibilità. In Italia, il debito delle famiglie è il più basso tra le economie avanzate (51% del PIL). Quello delle imprese non è particolarmente alto (114%). Il debito pubblico invece è tra i maggiori al mondo (126%). Nel complesso, il debito dei tre settori in Italia arriva al 291% del PIL, come in Francia. Molto più del 205% in Germania e decisamente meno del 364% in Spagna (Tabella 2.2).

In Italia, però, il tasso di risparmio delle famiglie era in calo già prima della crisi. Nel corso degli ultimi anni, la sua flessione è accelerata a causa della difesa dello standard di vita a fronte della marcata caduta del reddito disponibile. Ma una minore quota di risparmio su un reddito in discesa significa un monte risparmio generato dalle famiglie in rapida caduta. Con minori risparmi nuovi, si prosciuga la fonte primaria che alimenta i depositi ban-

cari e quindi la raccolta degli istituti di credito<sup>4</sup>. Inoltre, il peso della crisi sui redditi correnti sta costringendo molte famiglie italiane ad attingere ai vecchi risparmi, ovvero alla ricchezza finanziaria accumulata in passato. La ricchezza delle famiglie europee è stata anche colpita dai cali delle quotazioni di vari asset, specie azionari. In Italia la ricchezza finanziaria delle famiglie ha registrato un calo significativo dal 2007 (di oltre 20 punti percentuali a prezzi costanti). In Germania, invece, è cresciuta. Meno risparmi e meno ricchezza erodono la sostenibilità dei debiti dell'economia italiana.

#### Imprese con meno patrimonio

La crisi finanziaria partita nel 2007 e ancora in atto ha interrotto, e in parte invertito, il processo di rafforzamento patrimoniale delle imprese italiane che era in corso. La struttura finanziaria era divenuta molto più solida di quella della metà

Tabella 2.2

In Italia pochi debiti (Debito lordo, in % del PIL nominale)				
	Imprese	Famiglie	PA	3 settori
Irlanda	289	117	118	524
Portogallo	158	104	119	381
Spagna	186	87	91	364
Belgio	186	55	99	340
Grecia	73	69	171	313
Francia	134	67	90	291
<b>Italia</b>	<b>114</b>	<b>51</b>	<b>126</b>	<b>291</b>
Germania	64	58	83	205
Eurolandia	138	71	94	303

Dati ordinati per debito totale dei 3 settori.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati FMI.

Tabella 2.3

Imprese italiane con poco patrimonio, ma più delle tedesche (Composizione % delle passività delle imprese non finanziarie, totale economia)												
	1995				2006				2011			
	Titoli	Prestiti	Debiti commerciali e altre passività	Azioni e altre partecipazioni	Titoli	Prestiti	Debiti commerciali e altre passività	Azioni e altre partecipazioni	Titoli	Prestiti	Debiti commerciali e altre passività	Azioni e altre partecipazioni
Francia	6,6	30,6	21,7	41,1	5,6	20,3	10,8	63,3	6,2	23,9	14,7	55,2
Regno Unito	6,2	23,1	8,1	62,5	9,9	29,8	4,2	56,1	12,0	30,1	4,3	53,6
USA	9,4	14,2	19,7	56,7	9,0	14,8	18,5	57,7	13,6	14,9	18,6	52,9
Eurolandia	3,7	35,8	18,3	42,2	3,1	29,4	11,8	55,8	3,7	33,4	15,4	47,5
Spagna	2,5	22,8	27,6	47,1	0,4	32,4	16,4	50,8	0,7	41,9	16,0	41,4
<b>Italia</b>	<b>1,4</b>	<b>40,3</b>	<b>22,4</b>	<b>35,9</b>	<b>2,2</b>	<b>28,8</b>	<b>19,1</b>	<b>49,9</b>	<b>2,9</b>	<b>34,7</b>	<b>21,8</b>	<b>40,6</b>
Germania	2,8	40,4	13,0	43,8	2,8	33,2	14,9	49,1	3,4	35,4	22,9	38,3

Dati ordinati per "Azioni e altre partecipazioni" nel 2011.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

<sup>4</sup> Sul calo di risparmio e ricchezza finanziaria, si veda Marco Onado (2012), *C'era una volta il risparmio*, Lavoce.info, 5 novembre.

degli anni Novanta. Nell'insieme dell'economia, il patrimonio delle imprese era salito al 49,9% del passivo nel 2006 (dal 35,9% nel 1995), i prestiti erano scesi al 28,8% (dal 40,3%). Con la crisi, però, i bilanci delle aziende si sono di nuovo indeboliti: in Italia il patrimonio è sceso al 40,6% nel 2011, i prestiti sono risaliti al 34,7% e i debiti commerciali al 21,8% (Tabella 2.3). La quota di patrimonio delle aziende italiane nel 2011 è di poco superiore a quella delle tedesche, ma di oltre 10 punti percentuali sotto quella delle imprese francesi, britanniche e statunitensi.

#### PMI dipendenti dal credito bancario

In Italia c'è una differenza notevole tra l'assetto finanziario delle grandi imprese e quello delle PMI. Le grandi aziende hanno maggiori possibilità di accedere al canale borsistico, anche se in pratica un numero esiguo lo fa effettivamente in Italia: 276 società erano quotate nell'ottobre 2012 nei diversi mercati della Borsa italiana, per una capitalizzazione di 353 miliardi di euro (di cui 55 società del settore finanziario, 98 miliardi di capitalizzazione). Anche l'accesso al canale obbligazionario è in massima parte esclusivo delle imprese maggiori, sebbene come il mercato azionario in Italia sia meno sviluppato che in altre economie avanzate. Con le PMI le grandi imprese hanno in comune gli altri tre canali di finanziamento: banche, autofinanziamento e debiti commerciali. Il peso sul passivo delle varie fonti è molto diverso tra grandi e piccole imprese.

In particolare, nel manifatturiero la struttura finanziaria delle grandi imprese in Italia presenta significative differenze rispetto a quella delle PMI. La principale è che la dipendenza dal credito bancario per le grandi è pari alla metà che per le PMI (11,2% del passivo nel 2011, contro 22,3%). Minore, seppur di poco, anche il ruolo dei debiti commerciali (23,0% contro 23,9%). Viceversa, per le grandi aziende contano di più i debiti finanziari non bancari, che includono le obbligazioni (5,9% contro 3,0%; Tabella 2.4). La patrimonializzazione è maggiore per le grandi imprese, inclusi i fondi accantonati in bilancio (44,0% contro 40,8%). Nel corso della crisi, dal 2007 al 2011, la struttura finanziaria di grandi e piccole imprese manifatturiere ha subito alcune variazioni, che non risultano però profonde e tali da mutare in modo evidente la gerarchia delle diverse fonti di finanziamento.

Tabella 2.4

PMI due volte più dipendenti dalle banche (Italia, manifatturiero, bilanci 2011, quote % sul passivo)		
	Piccole e medie imprese <sup>1</sup>	Grandi imprese <sup>2</sup>
Debiti verso banche	22,3	11,2
Altri debiti finanziari <sup>3</sup>	3,0	5,9
Debiti commerciali	23,9	23,0
Debiti infra gruppo	5,0	10,1
Altri debiti	5,0	5,9
Totale debiti	59,2	56,0
Fondi	5,6	9,1
Patrimonio netto	35,2	34,9

<sup>1</sup> Imprese con 1-249 dipendenti.  
<sup>2</sup> Imprese con oltre 250 dipendenti.  
<sup>3</sup> Includere le obbligazioni.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati AIDA.

Questi dati mettono in luce la maggiore esposizione delle PMI alla crisi finanziaria in atto, che è prevalentemente una crisi bancaria. Ma le grandi imprese non sono immuni, giacchè le difficoltà coinvolgono i canali obbligazionario e azionario, che per loro sono molto rilevanti.

**Micro-imprese in contatto con una sola banca** Il prestito bancario è la principale, e a volte unica, fonte di

finanziamento per molte piccole imprese italiane. Per queste aziende è, in genere, anche più problematico da ottenere che per le grandi. Le PMI hanno spesso minori garanzie da offrire e un minore merito di credito. Soprattutto, si trovano in una posizione svantaggiata nei rapporti di forza con le banche, allacciando rap-

porti contrattuali con un minor numero di istituti di credito (Tabella 2.5). Il numero medio di banche per affidato non si è modificato durante la crisi per i fidi inferiori a 75mila euro (1,04 nel 2012) e la quota del fido accordata dalla prima banca è stabile al 98,3%. Il numero medio di banche è maggiore, di poco, per fidi via via più grandi (2,3 istituti per prestiti fino a un milione di euro). Le grandi imprese si rivolgono in media a otto banche. Si osserva, tra 2009 e 2012, per le imprese di dimensioni maggiori una tendenza ad aumentare il ricorso alla banca di riferimento (da 50,9% a 51,8% la quota del primo istituto per la media delle imprese) e a ridurre il numero di banche cui ci si rivolge. Rispetto al passato, questi dati indicano una minore diffusione del multi-affidamento, un cambiamento da considerare positivo in termini di trasparenza dei rapporti banca-impresa. Tuttavia, in presenza di una riduzione del portafoglio prestiti da parte delle banche, con una stretta sull'accesso al credito, il legame micro impresa-singola banca può accrescere la vulnerabilità di tali aziende. Per una piccola azienda abituata a chiedere il credito necessario al tradizionale istituto di riferimento, un rifiuto da parte di questo è difficilmente compensabile in tempi rapidi, non esistendo legami con altre banche. Per le grandi imprese, viceversa, il rifiuto del credito da parte di un istituto può essere compensato attingendo ai finanziamenti degli altri istituti. Naturalmente, se le difficoltà del settore bancario sono sistemiche, come nella crisi in atto, hanno conseguenze che coinvolgono anche le grandi imprese.

Tabella 2.5

<b>Micro-imprese: una sola banca</b>				
(Italia, società non finanziarie, fido in migliaia di euro)				
Classi di grandezza del fido globale accordato	Numero medio di banche per affidato		Quota % del fido globale accordata dalla prima banca	
	2009	2012	2009	2012
Da 30 a 75	1,04	1,04	98,2	98,3
Da 75 a 125	1,27	1,26	89,5	90,1
Da 125 a 250	1,55	1,52	82,5	83,5
Da 250 a 500	1,92	1,86	76,0	77,4
Da 500 a 1.000	2,36	2,30	70,7	71,5
Da 1.000 a 2.500	2,93	2,86	65,9	66,6
Da 2.500 a 5.000	3,77	3,66	60,3	61,2
Da 5.000 a 25.000	5,15	5,06	51,8	52,1
>= 25.000	8,54	8,06	37,0	38,0
<b>Totale</b>	<b>1,97</b>	<b>1,90</b>	<b>50,9</b>	<b>51,8</b>

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

## 2.2 Per uscire dalla crisi necessari interventi più radicali

Bisogna ripristinare il flusso di credito bancario bloccato dalla crisi e, insieme, diversificare le fonti finanziarie per le imprese. Rafforzando la possibilità delle aziende di accedere a forme di finanziamento alternative al canale bancario e promuovendo il ricorso al capitale di rischio.

### Chiudere lo spread nei tassi

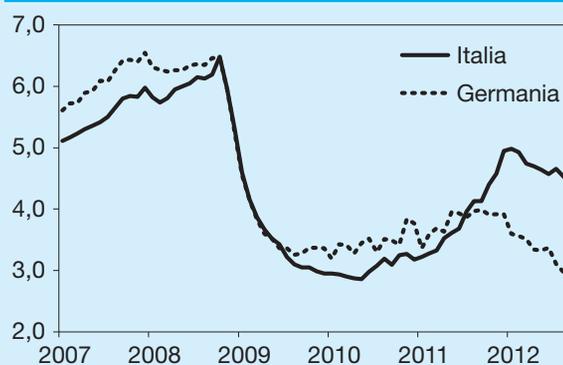
Con la crisi si è aperta un'ampia forbice tra i tassi pagati dalle imprese dei paesi *core* di Eurolandia e da quelle dei paesi in difficoltà. Le piccole imprese italiane a settembre hanno pagato in media un tasso del 4,4% per i nuovi prestiti fino a un milione di euro, contro il 3,1% in Germania (Grafico 2.5). Il divario tra Italia e Germania è quindi di 1,3 punti, in presenza di un identico tasso di riferimento di mercato, l'Euribor, e di un unico tasso di politica monetaria (oggi allo 0,75%). Negli altri paesi periferici i tassi sono ancora più alti: 5,1% in Spagna, 6,8% in Portogallo e Grecia.

I dati di settembre lasciano intravedere un miglioramento, che segue l'annuncio dello scudo anti-spread. Ma insufficiente per costituire il superamento del problema: i divari restano inaccettabilmente ampi. Serviranno molti sforzi da parte dei paesi europei, e molto tempo, per chiudere questi gap, con la discesa dei tassi in Italia e nelle altre economie periferiche.

Come indicato in un'analisi della BCE precedente all'annuncio dello "scudo"<sup>5</sup>, l'eterogeneità nelle condizioni finanziarie nei vari paesi dell'area rappresenta un sfida enorme per preservare l'effettiva unicità della politica monetaria. Essa è il riflesso della rottura del meccanismo di trasmissione delle scelte di Francoforte sui tassi. Si tratta, non a caso, dell'argomento utilizzato dal Presidente, Mario Draghi, per spiegare la messa a punto dello scudo anti-spread. Su questo fronte, le aste triennali BCE hanno solo guadagnato tempo, non rappresentavano la soluzione, perché non hanno spezzato il legame tra debiti pubblici e bilanci bancari. Interventi risolutivi possono essere presi solo dai governi, a livello nazionale ma soprattutto sovranazionale. Bisogna muovere rapidamente nella direzione di un'unione finanziaria o bancaria, trasferendo a livello centrale competenze e risorse per affrontare le

Grafico 2.5

**Ampio divario nei tassi pagati dalle imprese**  
(Valori %, prestiti fino a 1 milione di euro, nuove operazioni)



Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia, BCE.

<sup>5</sup> BCE (2012), *Heterogeneity in Euroarea financial conditions and policy implications*, Bollettino Mensile, agosto.

crisi. Solo quando tutti gli interventi saranno stati attuati nel modo giusto si potrà vedere una riduzione completa e duratura dei divari dei tassi di interesse. Un compito ambizioso e difficile, che richiederà molto tempo.

**Scudo, non basta l'annuncio** L'annuncio dello scudo anti-spread BCE-ESM a inizio settembre non è bastato a ridurre sufficientemente e in modo duraturo gli spread, rimasti a valori ancora troppo alti, che non arrestano il *credit crunch* nei paesi periferici. A metà ottobre il rendimento sul BTP italiano a 10 anni era sceso a un minimo di 4,71%. A novembre è risalito al 4,97%, ma a dicembre è sceso nuovamente, al 4,47%. Nello stesso periodo il *Bund* tedesco era prima salito a 1,63%, poi è calato a 1,34%, restando stabile fino a inizio dicembre (1,37%). Lo spread sovrano italiano è quindi sceso a un minimo di 309 a metà ottobre sull'onda dell'effetto annuncio delle OMT, *Outright Monetary Transactions*, della BCE (era a 443 a inizio settembre), poi è risalito al 362 a novembre, infine è tornato a 310 a inizio dicembre. Stesso andamento per lo spread spagnolo: minimo di 376 in ottobre (da 554 a inizio settembre), poi 458 in novembre, quindi nuova discesa a 385 a dicembre. Secondo le stime di vari analisti, lo spread giustificato dai fondamentali economici per l'Italia è sotto i 200 punti base<sup>6</sup>. Siamo quindi ancora in presenza di un divario gonfiato di almeno 110 punti nel caso italiano.

Se alcuni paesi chiedessero l'attivazione dello scudo si potrebbero abbassare gli spread a livelli che ridurrebbero molto la stretta al credito. La Spagna potrebbe farlo senza dover andare verso un salvataggio pieno (come quelli di Grecia, Portogallo e Irlanda). Questo tipo di aiuto, sebbene politicamente faticoso da digerire per le severe condizioni da rispettare, secondo molti analisti avrebbe vantaggi anche per gli altri paesi in difficoltà, per l'effetto deterrenza sui mercati, che farebbe scendere tutti gli altri spread sovrani. Non manca, tuttavia, chi obietta che si potrebbe avere anche l'effetto contrario, se i mercati leggessero la situazione in modo diverso, ritenendo a quel punto più attaccabili i paesi senza scudo attivo.

**Completare rapidamente l'unione bancaria** L'unione bancaria, quando vedrà la luce, dati gli ostacoli politici esistenti, ridurrà le crepe apertesesi nel sistema bancario europeo che lo hanno separato in sistemi nazionali non più collegati tra loro dal mercato interbancario<sup>7</sup>.

Il primo passo verso l'unione è la centralizzazione della vigilanza sulle banche. Sulle linee generali di questo progetto c'è l'accordo politico tra i paesi UE, che affida il compito alla

<sup>6</sup> Luca Paolazzi e Ciro Rapaciuolo (2012), *Spread: l'Italia paga oltre 300 punti più del dovuto, unico rimedio uno scudo impugnato dalla BCE*, Nota dal CSC, Confindustria; Antonio Di Cesare, Giuseppe Grande, Michele Manna, Marco Taboga (2012), *Recent estimates of sovereign risk premia for euro area countries*, Questioni di economia e finanza, n.128, Banca d'Italia.

<sup>7</sup> Si veda il riquadro *La corsa a ostacoli verso l'unione bancaria in Eurolandia*, Scenari economici n.15, Centro Studi Confindustria, settembre 2012.

BCE. Con la vigilanza unica si uniformano i controlli sugli istituti. Secondo molti analisti i controlli sono stati finora rigidi in alcuni paesi (come in Italia) e più blandi in altri. La vigilanza unica risolve la questione delle asimmetrie. Quello che manca nella decisione UE di riforma è l'idea che i controlli sulle banche devono anche essere semplificati. Le procedure complesse non sempre sono anche le più efficaci. Oltre a ciò, restano da sciogliere alcuni nodi non secondari sulle modalità di attuazione della vigilanza unica. La decisione finale è attesa per fine 2012. Primo, non c'è finora accordo tra i paesi che vogliono mettere sotto la vigilanza BCE tutte le banche e quelli che preferirebbero tenere fuori le banche minori, in particolare la Germania che vorrebbe continuare a vigilare in proprio su *Landesbanken* e Casse di risparmio. Secondo, resta da definire l'estensione geografica della vigilanza unica che, oltre ai 17 paesi euro, potrebbe allargarsi ad alcuni degli altri 10 paesi UE, con i problemi conseguenti che riguardano tutela del mercato unico, ruolo dell'EBA, posizione del Regno Unito che è l'unico ad aver già deciso di restare fuori. Terzo, molti analisti avanzano la preoccupazione che le responsabilità di vigilanza possano erodere l'indipendenza della BCE dagli interessi nazionali, essenziale per la politica monetaria unica.

Il secondo pilastro dell'unione bancaria è un meccanismo europeo di gestione e liquidazione ordinata delle banche in crisi. A inizio giugno la Commissione europea aveva presentato la proposta di una gestione comune delle crisi bancarie. In caso di insolvenza di un istituto, entrerebbe in gioco un Fondo nazionale, di cui dovrebbero dotarsi i 17 paesi. Il Fondo nazionale potrebbe iniettare capitale nell'istituto e anche assumerne la gestione, spostando gli asset tossici in una *bad bank*. Al termine della ristrutturazione, il Fondo rimetterebbe la banca sul mercato. Il Fondo nazionale dovrebbe essere finanziato dalle stesse banche (con l'1,0% dei depositi). Fin qui, si tratterebbe di una procedura condivisa ma non comune, la cui attuazione non presenterebbe eccessiva difficoltà. Il fondo spagnolo per la ristrutturazione bancaria (FROB), istituito nel 2009, può essere considerato un primo passo in questa direzione. La parte difficile da applicare della proposta della Commissione è quella che prevede lo spostamento di risorse da un Fondo all'altro in situazioni di emergenza ("solidarietà sovranazionale"). Se un paese è in difficoltà, perché le risorse del proprio fondo non sono sufficienti a gestire la crisi bancaria, gli altri paesi sono obbligati a prestargli fino al 50% delle risorse dei rispettivi fondi. Naturalmente le risorse possono essere sufficienti nel caso di crisi limitate a pochi paesi, non se queste si estendono a macchia d'olio in Europa. Nel vertice UE di fine giugno e in quello di ottobre non si è superata l'impasse su questa proposta. La si è aggirata con l'accordo sulla ricapitalizzazione diretta da parte dell'ESM. Una soluzione parziale, che riguarda solo l'iniezione di capitale: non è prevista per l'ESM la gestione della banca finalizzata alla liquidazione. Resta perciò un vuoto da colmare se si vuole avere un meccanismo comune nella liquidazione di istituti in crisi.

Sul terzo tassello, l'assicurazione comune dei depositi, non si sono fatti progressi. L'obiettivo della garanzia sui depositi è evitare una corsa agli sportelli e quindi il fallimento delle banche per mancanza di liquidità. Un'assicurazione comune porterebbe risparmi sui costi amministrativi, più equità nel caso di banche con operazioni transfrontaliere, maggiore copertura nel caso di eventi in singoli paesi. Finora, però, i fondi di garanzia restano separati. Non si riescono a sormontare alcuni ostacoli; ad esempio se far aderire a un fondo europeo tutte le banche o solo quelle con attività transnazionali. Se non sarà possibile mettere in comune le risorse in un unico fondo europeo, la Commissione mira almeno ad armonizzare i fondi nazionali, con scambio di risorse in caso di necessità. L'armonizzazione è utile per garantire tutti i risparmiatori allo stesso modo, riducendo i vantaggi assicurativi che inducono a spostare i depositi da un paese all'altro. Già dal 2009 la UE ha fatto molto. Sono state eliminate le differenze nell'ammontare massimo assicurato per ogni risparmiatore, alzato ovunque a 100mila euro. In tutti i paesi i tempi per il rimborso sono stati accorciati a 20 giorni (da tre mesi). Tra i fondi di garanzia ci sono ancora differenze nella dotazione di risorse (la Commissione ha proposto un minimo dell'1,5% dei depositi per tutti i paesi) e nelle modalità di finanziamento da parte delle banche: in alcuni paesi il contributo è pagato ex-ante, in altri come l'Italia è ex-post, cioè solo in caso di effettiva necessità. Ancor più difficile da conseguire è l'obiettivo di uno scambio di risorse, perché i fondi dei maggiori paesi sono molto più ampi e ciò spiega la contrarietà di alcuni di essi a creare meccanismi per spostare risorse a beneficio di banche di altri paesi. Una ragione dei mancati progressi su assicurazione dei depositi e gestione delle crisi bancarie sta nel fatto che entrambe potrebbero aver bisogno di sostegno pubblico. Perciò secondo molti analisti non possono essere varate senza decidere prima una qualche forma di unione fiscale.

**Ricapitalizzazione diretta in ritardo** La ricapitalizzazione diretta delle banche in crisi da parte dell'ESM, con fondi pubblici forniti dai paesi UE, può bloccare il *deleveraging* degli istituti creditizi e spezzare il circolo vizioso tra debiti sovrani e bilanci bancari nei singoli paesi.

Nel vertice europeo di fine giugno si è trovato l'accordo su questo atteso strumento. Tuttavia, la sua entrata in campo è ritardata dalla richiesta tedesca di consentirla solo da quando sarà pienamente operativa la vigilanza comune sulle banche. Nel vertice di ottobre si è cercato un compromesso tra opposte posizioni ed è scaturita solo una tabella di marcia secondo cui vigilanza unica e ricapitalizzazione diretta dovrebbero essere a regime da inizio 2014. La ricapitalizzazione diretta avverrà così solo per le necessità future. Quindi, non riguarderà l'aiuto UE alle banche spagnole, che è già stato deciso a luglio 2012, sebbene inizi ad essere erogato solo a dicembre (la prima tranche di 39,5 miliardi sarà versata nei prossimi giorni dall'ESM al Fondo spagnolo pubblico FROB); nel caso iberico, i fondi ESM passeranno quindi per il governo nazionale, facendo crescere il debito pubblico del paese. L'effettivo rispetto della tabella di marcia, peraltro, non è scontato. Si scontra con gli ostacoli di natura politica sulla vigilanza unica.

La ricapitalizzazione delle banche, effettuata o meno dall'ESM, può essere accompagnata dalla creazione di una *bad bank* in cui spostare gli asset bancari deteriorati (titoli tossici, prestiti in sofferenza). Liberare le banche da tali asset prima che si manifestino le perdite significa evitare ulteriore erosione del capitale. Se l'operazione è ben gestita, tale effetto positivo supera di gran lunga l'impatto (via mercati) dello stigma sulle banche coinvolte. In Irlanda è stata creata a fine 2009 la Nama, cui sono stati conferiti prestiti immobiliari per 74 miliardi nominali, ma senza più valore di mercato. In Spagna ci si appresta a fare altrettanto. In alcune esperienze passate le *bad bank* non hanno pesato sulle finanze pubbliche, ad esempio in Svezia negli anni Novanta, quando hanno avuto tempo di attendere il passare della crisi e quindi la risalita delle quotazioni degli asset loro assegnati.

**Migliorare le regole per le banche** L'insieme di regole che va sotto il nome di Basilea è diventato sempre più complesso dalla versione 1 all'attuale 3. Lo scopo era tenere il passo di un sistema finanziario in evoluzione e correggere le imperfezioni delle versioni precedenti (ad esempio, la prociclicità). La complessità, però, comporta opacità. In particolare, nel calcolo della ponderazione delle attività per il rischio esiste un certo grado di arbitrarietà lasciata alle banche e agli organismi di vigilanza nella scelta tra i vari sistemi di *rating* e nella loro applicazione. Quindi esiste un certo grado di asimmetria tra giurisdizioni diverse, a seconda che la vigilanza sia più o meno severa.

Il sistema degli attivi ponderati per il rischio consente ad alcune banche di mantenere un basso capitale di vigilanza a fronte di attivi molto elevati: è possibile attribuire una ponderazione zero anche ad attivi molto rischiosi se assistiti da strumenti di copertura (es. i *Credit Default Swap*), che come ha dimostrato la crisi si sono rivelati a loro volta molto rischiosi. Tale modello penalizza soprattutto le banche italiane che si concentrano sulle attività commerciali tradizionali, per le quali è prevista una ponderazione superiore. Il credito alle imprese con le regole attuali è un'attività ad alto assorbimento di capitale. Se non si correggono le regole, una restrizione nelle erogazioni è purtroppo probabile.

Un sistema troppo complesso può diventare inefficace e anche dannoso. Proprio a causa della complicata applicazione, le autorità USA hanno annunciato che non riusciranno a rispettare la scadenza del gennaio 2013 per l'entrata in vigore di Basilea 3. Il commissario UE Barnier ha dichiarato che anche in Europa si potrebbe partire più tardi, forse dall'estate 2013, per non penalizzare le banche rispetto a quelle americane. Vari analisti hanno cominciato a ragionare sull'idea, fino a poco tempo fa rivoluzionaria, che le centinaia di pagine di Basilea 3 si debbano ridurre a poche, semplici, chiare regole. La proposta di Andrew Haldane, responsabile della vigilanza nella Bank of England, al convegno di Jackson Hole in agosto è la più esplicita<sup>8</sup>: abbandonare gran parte dei complessi meccanismi inventati finora, specie i modelli statistici per

<sup>8</sup> Andrew Haldane e Vasileios Madouros (2012), *The dog and the frisbee*, Bank of England, agosto.

il calcolo del rischio, e imporre solo pochi vincoli. Il principale, un tetto massimo al rapporto attivo/capitale, ovvero alla leva, che dovrebbe essere più importante del *ratio* di capitale sull'attivo pesato per il rischio. Difficile che si materializzi in tempi brevi un cambio di rotta così drastico, possibile che si lavori dentro la torre di regole attuali, per migliorarle gradualmente.

I meccanismi di Basilea 3 potrebbero essere corretti in modo da liberare risorse per il credito a famiglie e imprese e contemporaneamente stringere quelle destinate alle attività bancarie più speculative. Il rischio totale assunto dalle banche, a parità di capitale, potrebbe essere lasciato invariato rispetto al disegno attuale, ma riducendo il peso attribuito ai prestiti all'economia reale nel calcolo delle *Risk weighted assets* (Rwa) e aumentando quello per le attività finanziarie si potrebbe ribilanciare l'attività bancaria a sostegno di investimenti e consumi.

Per contenere la stretta sul credito, l'Italia ha proposto un correttivo che limiti l'accantonamento di capitale per i crediti erogati alle PMI. Confindustria ha sostenuto attivamente la proposta di modifica definita dall'ABI e poi condivisa dalle altre rappresentanze imprenditoriali italiane, relativa all'introduzione del cosiddetto *PMI Supporting Factor* nell'ambito delle norme comunitarie di recepimento di Basilea 3. Si tratta di un moltiplicatore che, applicato alle ponderazioni dei rischi dei portafogli crediti alle PMI, riduce l'assorbimento di capitale bancario per tale insieme e di prestiti, liberando risorse da destinare a nuova attività creditizia. Tale proposta è stata recepita in un emendamento italiano alla direttiva presentata dalla Commissione, che è tuttora oggetto di negoziazione con Consiglio e Parlamento europeo.

**Proteggere il credito per aziende e famiglie** Nel Regno Unito il Rapporto Vickers ha proposto la creazione di un "recinto" in ogni banca per le attività domestiche di deposito/prestito, tenendo fuori quelle internazionali di investimento e imponendo *ratio* di capitale molto più alti di quelli di Basilea 3 per la parte protetta. L'idea della separazione, in una banca, tra attività di intermediazione tradizionale e attività finanziarie più rischiose è ragionevole. Le due attività possono andare avanti su binari paralleli.

Per la UE, il comitato di esperti nominato dal commissario Michel Barnier (*High Level Expert Group*), per valutare l'opportunità di riforme strutturali delle banche, ha pubblicato il suo Report a inizio ottobre. Il cosiddetto "Rapporto Liikanen", affrontando gli stessi temi del rapporto Vickers ma relativamente all'intera UE, sposa l'idea della separazione tra *utility banking* e *casino banking*, ma sembra implicitamente sostenere che essa non sia condizione sufficiente a uscire dalla crisi. Secondo alcuni analisti, neanche condizione necessaria. Può essere utile se completa un quadro di misure più ampio, di cui già si è detto. Ovvero: un meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie, che funzioni senza pesare sulle casse pubbliche; una riscrittura di Basilea 3; una vigilanza attenta della BCE su tutte le banche di Eurolandia.

**Nuove regole per i mercati finanziari** In Europa nel corso dell'estate è stata avviata una decisa regolamentazione in territori prima inesplorati dell'attività finanziaria che hanno

avuto un ruolo non secondario nello sviluppo della crisi: vendite allo scoperto (*short selling*), *Credit default swap* (Cds), mercati *Over the counter* (Otc). A novembre è entrato in vigore il regolamento sui primi due, presto saranno definiti i dettagli relativi agli scambi Otc. L'idea comune che anima queste nuove regole è che non tutta l'attività finanziaria è utile per lo sviluppo economico: esiste anche una finanza fine a se stessa e, soprattutto, una finanza dannosa per l'economia. Fino ad ora contro queste due forme di finanza non c'erano strumenti di difesa. Tale concetto fa cadere l'obiezione tipica secondo cui le regole ostacolano l'innovazione finanziaria e riducono l'offerta di strumenti di credito. L'obiezione viene ribaltata: una parte dell'innovazione finanziaria deve essere ostacolata. Viene così dato corpo alle raccomandazioni del 2009 del *Financial Stability Board* (FSB) per un sistema finanziario più stabile e più sicuro, secondo cui deve essere impedito che gli affari finanziari si facciano come prima della crisi. L'approccio seguito dalle nuove regole è basarsi più sulla trasparenza, cioè l'obbligo di notificare le posizioni aperte, meno su divieti. Sarà difficile applicare i principi teorici in pratica, data la complessità dei mercati e la loro continua evoluzione.

**Strumenti nuovi per sbloccare il credito** Per uscire dalla crisi servono strumenti nuovi, in Italia e in Eurolandia. Si può riprendere, adattandola a contesti diversi, qualche iniziativa valida già varata in altri paesi.

La Bank of England (Boe) ha lanciato a luglio un programma innovativo per sostenere il credito, in collaborazione con il Tesoro Britannico. Il piano verrà chiuso nel gennaio 2014. In questo periodo, la Boe è disponibile a fornire alle banche *Treasury Bill* (titoli di stato a breve) e in cambio le banche possono depositare collaterale, sotto forma di prestiti o altri asset (operazione di *collateral swap*). Gli istituti possono poi usare i *Treasury Bill* come collaterale per accedere ai prestiti della stessa Boe. L'elemento nuovo è che sia il prezzo pagato, sia le quantità prese a prestito dalle banche sono legati al volume di prestiti che queste poi concedono a famiglie e imprese. Le banche possono prendere a prestito un valore pari al 5% dei prestiti all'economia che già avevano al giugno 2012, più un valore pari all'aumento successivo dei loro prestiti. Quindi, più aumentano i prestiti all'economia reale durante il piano, più possono prendere a prestito dalla Boe, senza un limite massimo prestabilito. Dato che possono ottenere collaterale valido in cambio di questi stessi prestiti, le banche potenzialmente possono ottenere risorse illimitate dalla Boe. Inoltre, il tasso che le banche pagano è di 0,25%, il tasso ufficiale, se i loro prestiti a famiglie e imprese crescono, se invece questi si riducono il tasso sale (di un altro 0,25% per ogni riduzione di un punto percentuale dei prestiti all'economia, con un tasso massimo di 1,5%). Gli incentivi a prestare a famiglie e imprese sono quindi molto forti. Dalle prime evidenze empiriche sembra che il piano stia funzionando nel sostenere il credito all'economia.

Questo tipo di incentivi è invece assente nelle aste triennali illimitate varate dalla BCE. Dopo aver preso a prestito 250 miliardi di euro dalla Banca centrale tra novembre 2011 e feb-

Tabella 2.6

<b>I prestiti BCE non sono andati finora a famiglie e imprese</b> (Banche italiane, stock di fine periodo, miliardi di euro)					
	Maggio 2011	Dicembre 2011	Maggio 2012	Agosto 2012	Mag11-Ago12
<b>Prestiti a residenti in Italia</b>	<b>1.939</b>	<b>1.949</b>	<b>1.946</b>	<b>1.933</b>	<b>-6</b>
Prestiti a imprese	898	894	888	876	-22
Prestiti a famiglie	608	619	615	610	2
Titoli di debito	341	376	455	472	131
Titoli emessi dalla PA italiana	207	224	317	330	124
Attività verso Eurosystema	20	34	17	30	10
Attività sull'estero	336	367	362	359	24
Altre attività	1.157	1.317	1.427	1.433	276
<b>Totale attivo</b>	<b>3.792</b>	<b>4.042</b>	<b>4.207</b>	<b>4.228</b>	<b>436</b>
Depositi da residenti in Italia	1.142	1.150	1.159	1.183	41
Depositi da non residenti *	461	395	374	365	-96
Altra raccolta interbancaria garantita	65	47	71	72	7
Obbligazioni	630	619	596	584	-46
<b>Passività verso Eurosystema</b>	<b>34</b>	<b>216</b>	<b>276</b>	<b>284</b>	<b>250</b>
Altre passività	374	380	370	372	-2
Capitale e riserve	1.086	1.235	1.361	1.368	283
<b>Totale passivo</b>	<b>3.792</b>	<b>4.042</b>	<b>4.207</b>	<b>4.228</b>	<b>436</b>

\* In questo periodo, prevalentemente operazioni di natura interbancaria.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

braio 2012 e aver raccolto 283 miliardi di capitale e riserve, nell'attivo di bilancio delle banche italiane sono molto aumentati i titoli di Stato nazionali (+124 miliardi) e altri asset. Fino ad agosto i prestiti a famiglie e imprese non ne hanno beneficiato (Tabella 2.6). Tuttavia, è probabile che in assenza dei fondi BCE molte banche avrebbero sofferto una crisi di liquidità che le avrebbe costrette a tagliare ancor più i prestiti e, inoltre, senza i loro acquisiti di titoli di Stato e date le vendite nette dall'estero, lo spread sarebbe ulteriormente salito, con tutte le conseguenze su raccolta e attività bancarie.

In Francia a novembre il governo ha creato una grande banca pubblica per sostenere il credito alle imprese. L'istituto accorpa le attività di enti pre-esistenti e ottiene un notevole aumento delle disponibilità finanziarie (circa 40 miliardi di euro). Potrà agire su tre fronti: prestare direttamente alle imprese; garantire prestiti di banche private alle aziende; entrare nel capitale delle imprese per renderle più solide e migliorarne l'accesso al credito. Nel Regno Unito si sta lavorando alla costituzione di un istituto pubblico simile, per erogare finanziamenti alle piccole imprese e ad aziende anche grandi che operino in settori manifatturieri avanzati.

Questo tipo di intervento non dovrebbe essere difficile da replicare in altri paesi. Il vincolo è quello delle finanze pubbliche. In generale, è immaginabile il materializzarsi di una tendenza verso un maggiore ingresso del pubblico nel sistema bancario, specie nel *business* tradizionale deposito/prestito, data la redditività troppo ridotta, se non negativa, di tale *business*. L'ingresso del settore pubblico può avvenire sia a seguito di iniezioni di capitale in istituti privati in crisi (come già accaduto in vari paesi, ad esempio in Irlanda) sia con la creazione ex-novo di istituti come quelli francese e britannico.

In Italia sono state varate misure innovative con ridotto impiego di risorse pubbliche, fondamentali nel tamponare l'emergenza dell'inaridimento del canale bancario. Specie per le piccole imprese (si veda il riquadro *Le nuove misure per il credito alle PMI in Italia* e il riquadro *Il potenziamento del Fondo di garanzia per le PMI*).

### Le nuove misure per il credito alle PMI in Italia

Tra le iniziative realizzate per arginare l'emergenza credito, importanza centrale è assunta dalle moratorie dei debiti e dai Plafond PMI messi a disposizione da Cassa depositi e prestiti (CDP).

#### Le moratorie dei debiti

La prima moratoria, siglata nel 2009, ha consentito di sospendere per 12 mesi il rimborso della quota di capitale (pur continuando a pagare la quota di interessi) di circa 260mila finanziamenti, per un controvalore di 70 miliardi di prestiti e 15 miliardi di rate sospese. La seconda, prevista dal Nuovo accordo per il credito alle PMI firmato a febbraio 2012 da Confindustria con ABI, Governo e le altre associazioni imprenditoriali, ha consentito nei primi mesi di operatività di sospendere quasi 38mila finanziamenti, per un ammontare di debito residuo pari a 13 miliardi e liquidità aggiuntiva per circa 2 miliardi (dati al 31 agosto 2012).

Uno studio della Banca d'Italia sulla validità della prima moratoria (si veda *Questioni di economia e finanza, L'accesso al credito in tempo di crisi: le misure di sostegno a imprese e famiglie*, gennaio 2011) mette in evidenza l'efficacia delle sospensioni di pagamento nell'allentare le tensioni finanziarie delle imprese. All'inizio del periodo di sospensione i prestiti alle imprese su cui si osservavano dei ritardi di pagamento erano circa il 30% del totale (con un'elevata variabilità tra banche, compresa tra l'11% e il 56%); dopo la sospensione, circa il 60% di queste imprese ha ricominciato a pagare regolarmente le rate.

L'Accordo sul credito, siglato nel febbraio 2012 tra Governo, Confindustria, ABI e altre Associazioni imprenditoriali - in continuità con quanto realizzato attraverso l'Avviso Comune del 2009 e l'Accordo per il credito alle PMI del 2011 - è volto a sostenere la liquidità delle imprese, attenuarne le tensioni finanziarie e promuoverne la patrimonializzazione

e i processi di crescita attraverso interventi, frutto di un ampio confronto tra le parti, sia di immediata operatività sia di medio-lungo termine.

L'Accordo, che avrà validità fino al 31 dicembre 2012, individua interventi finanziari di cui potranno beneficiare le PMI *in bonis* (che al momento di presentazione della domanda non abbiano posizioni debitorie classificate dalla banca come "sofferenze", "incagli", "esposizioni ristrutturate" o "esposizioni scadute/sconfinanti" da oltre 90 giorni, né procedure esecutive in corso). In particolare, sono previste le seguenti operazioni:

1. Sospensione per 12 mesi del pagamento della quota capitale delle rate dei finanziamenti a medio-lungo termine (mutui) e della quota capitale implicita nei canoni di operazioni di *leasing* immobiliare (per il *leasing* mobiliare la sospensione prevista è di 6 mesi).
2. Allungamento della durata dei finanziamenti a medio-lungo termine (mutui).
3. Allungamento delle scadenze delle anticipazioni su crediti certi ed esigibili verso clienti fino a un massimo di 270 giorni (inclusa la durata dell'anticipazione originaria) e per un massimo di 120 giorni delle scadenze del credito agrario di conduzione ex art. 43 del TUB, perfezionato con o senza cambiali.
4. Finanziamenti connessi ad aumenti di mezzi propri realizzati dall'impresa.

Con l'Accordo le parti si sono impegnate anche a definire ulteriori misure a sostegno delle imprese. Dando attuazione a tale impegno, il 22 maggio sono stati firmati i Protocolli di seguito descritti.

*Plafond Progetti Investimenti Italia.* Il Protocollo prevede la costituzione di un plafond denominato "Progetti Investimenti Italia" - alimentato da plafond individuali attivati dalle singole banche - dell'ammontare di 10 miliardi destinato al finanziamento dei progetti di investimento delle PMI. Il plafond "Progetti Investimenti Italia" potrà essere utilizzato mediante le diverse forme tecniche di finanziamento, compresa quella del *leasing*, per finanziare tutti gli investimenti in beni materiali e immateriali strumentali all'attività d'impresa. Potranno essere oggetto di finanziamento anche gli investimenti avviati nei sei mesi precedenti al momento di presentazione della domanda.

*Smobilizzo dei crediti vantati dalle imprese nei confronti della PA.* Il protocollo prevede la costituzione di un plafond denominato "Crediti PA" - alimentato da plafond individuali attivati dalle singole banche - dell'ammontare di 10 miliardi per lo smobilizzo, presso le banche, dei crediti verso la Pubblica Amministrazione. Il plafond potrà essere utilizzato per smobilizzare i crediti certificati, ai sensi del DL 185/2008, dalle PA centrali e locali e dagli enti del servizio sanitario nazionale attraverso operazioni di sconto pro-soluto, sconto pro-solvendo e anticipazione del credito (in misura non inferiore al 70% del valore nominale e durata coerente con la data di pagamento del credito) con o senza cessione dello stesso. Le anticipazioni bancarie saranno garantite dal Fondo di Garanzia per le PMI.

Con riferimento all'attuazione dei due Protocolli, è stato recentemente pubblicato l'elenco delle banche aderenti e va precisato che i Protocolli sono diventati pienamente operativi con la pubblicazione a dicembre del decreto del MISE che recepisce le nuove disposizioni operative del Fondo di Garanzia per le PMI.

#### L'intervento di CDP

A partire dal 2009, attraverso i due "Plafond PMI", CDP ha messo a disposizione del sistema bancario 18 miliardi di provvista, a costi contenuti e prevalentemente a medio e lungo termine, da utilizzare per erogare credito alle PMI. Le condizioni della provvista sono periodicamente pubblicate sul sito di CDP ed è previsto che nei contratti di finanziamento le banche debbano specificare che l'operazione è stata realizzata utilizzando le risorse provenienti da CDP e indicare durata e costo della provvista.

Il primo plafond, varato nel 2009 e dotato di 8 miliardi, era destinato al finanziamento degli investimenti e del capitale circolante. È stato integralmente tirato dalle banche che hanno sottoscritto un'apposita convenzione con CDP (e che rappresentano il 92% del mercato bancario) e ha consentito di erogare credito a circa 53mila PMI a condizioni di costo più vantaggiose rispetto alla media del mercato.

A marzo scorso CDP ha varato il "Nuovo Plafond PMI" per un ammontare complessivo di 10 miliardi: 8 destinati al finanziamento degli investimenti e del capitale circolante delle PMI e 2 allo smobilizzo dei crediti verso la PA. Il plafond, al quale hanno sinora aderito banche che rappresentano il 75% del mercato e che potrà essere utilizzato anche per concedere i finanziamenti previsti dai Protocolli ABI-Confindustria su "Investimenti" e "Smobilizzo Crediti PA", è stato fino ad oggi richiesto per 2 miliardi.

#### Il potenziamento del Fondo di Garanzia per le PMI

Il Fondo di Garanzia per le PMI, in funzione dal 2000, si è rivelato negli ultimi anni uno strumento fondamentale nell'ambito dell'azione di Governo per sostenere l'accesso al credito delle PMI. In dettaglio, il Fondo - istituito presso il Ministero dello Sviluppo Economico e gestito da un Comitato composto da rappresentanti di Governo, Regioni e associazioni di banche e di imprese<sup>1</sup> - presta garanzie dirette alle banche e controgaranzie ai confidi: in altri termini le imprese, che sono beneficiarie finali dell'aiuto del Fondo, non ne possono richiedere direttamente l'intervento (con la sola eccezione di due riserve del Fondo finanziate da risorse comunitarie e che non sono state al momento ancora utilizzate). Garanzia diretta e

<sup>1</sup> Da giugno 2012 il servizio di gestione operativa del Fondo è affidato a un Raggruppamento Temporaneo di Impresa composto da MedioCredito Centrale (mandatario) e da Artigiancassa, MPS Capital Services Banca per le Imprese, Mediocredito Italiano, Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane (mandanti).

controgaranzia sono concesse alle PMI di tutti i settori economici e a copertura di qualsiasi operazione finanziaria. Percentuali di copertura e costi di accesso variano in funzione della tipologia di operazione, della dimensione aziendale e dell'ubicazione dell'impresa garantita.

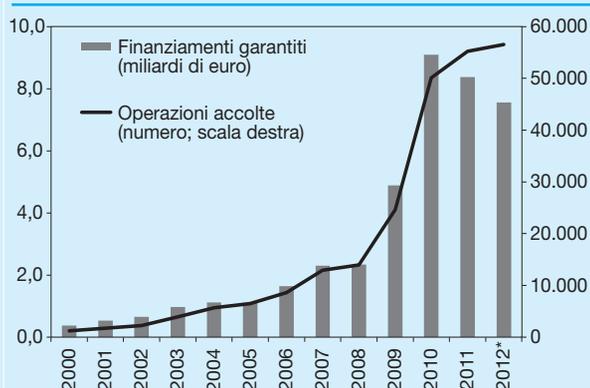
Dall'avvio di attività sino ad oggi il Fondo ha garantito oltre 243mila operazioni per 40,9 miliardi di finanziamenti alle PMI. Nel solo 2011 le operazioni garantite sono state oltre 55mila per circa 8,4 miliardi di finanziamenti (in diminuzione rispetto al picco di 9,1 toccato nel 2010; grafico A). Ritmi sostenuti, a dispetto dell'andamento del credito nel Paese, si sono registrati anche nel 2012: nei primi undici mesi dell'anno quasi 57mila operazioni realizzate per oltre 7,5 miliardi di finanziamenti. Il Fondo registra un tasso di insolvenza decisamente contenuto (nel 2011 il tasso di decadimento, calcolato come rapporto tra finanziamenti passati in insolvenza e in essere, è pari a circa il 2%) e si è rivelato uno strumento agevolativo particolarmente efficace sotto il profilo del rapporto tra risorse pubbliche utilizzate (per effettuare accantonamenti a fronte del rischio e pagare le perdite) e finanziamenti concessi alle imprese: la leva del Fondo è, ad oggi, pari a 19 (con un euro di dotazione del Fondo sono attivabili 19 euro di finanziamenti).

Dal 2008 al 2011 l'operatività del Fondo si è quadruplicata in termini di domande accolte (l'incremento dell'ammontare dei finanziamenti garantiti è stato invece di quasi tre volte). Una simile impennata è da imputarsi, da un lato, al maggiore fabbisogno di garanzie delle PMI nell'emergenza della crisi, dall'altro alle importanti innovazioni apportate all'operatività del Fondo a fine 2008. Tra le novità introdotte, fortemente volute da Confindustria, quella che verosimilmente ha avuto maggior peso ai fini della crescita esponenziale è il riconoscimento della garanzia di ultima istanza dello Stato a copertura degli impegni assunti dal Fondo. Tale riconoscimento, previsto dal DL 185/2008, ha assicurato alle garanzie del Fondo il cosiddetto effetto di "ponderazione zero" ai fini di Basilea; effetto grazie al quale le banche non sono tenute ad accantonare capitale di vigilanza a fronte della quota dei crediti concessi alle PMI coperti dalla garanzia del Fondo: ciò incide sul costo finale del credito.

Altre riforme, che pure hanno inciso sull'espansione dell'attività del Fondo, hanno riguardato: un consistente rifinanziamento per circa 2 miliardi; l'innalzamento dell'importo mas-

Grafico A

#### Fondo di Garanzia per le PMI: operatività ai massimi (Italia, miliardi di euro e numero di operazioni)



\* 2012: primi 11 mesi.

Fonte: elaborazioni Confindustria su dati Osservatorio Comitato Gestione Fondo di Garanzia.

simo garantito per singola impresa da 0,5 a 1,5 milioni; l'adeguamento dei sistemi utilizzati per la valutazione del merito di credito delle PMI per tenere conto degli effetti che la crisi ha avuto sui bilanci delle imprese e rendere lo strumento meno selettivo; il potenziamento delle procedure automatiche di accesso al Fondo (è oggi previsto che le operazioni con specifiche caratteristiche e quelle presentate da confidi autorizzati a certificare il merito di credito vengano ammesse al Fondo senza ulteriori valutazioni da parte del Comitato di Gestione del Fondo); l'estensione dell'intervento del Fondo alle imprese artigiane. A quest'ultima modifica è imputabile in buona parte la riduzione dell'importo medio dei finanziamenti garantiti, passato dai 168mila euro del 2008 ai 152mila del 2011, sino ai 134mila dei primi 11 mesi del 2012.

Il Fondo rappresenta, inoltre, un importante strumento di rafforzamento dell'attività dei confidi che, grazie alla controgaranzia, possono contenere le perdite e aumentare significativamente, a parità di dotazione patrimoniale, il volume di garanzie concesse alle PMI. Al tempo stesso i confidi, che trattenendo una parte del rischio consentono di aumentare la leva del Fondo, rappresentano un importante canale di distribuzione della garanzia dello Stato prestata dal Fondo. La maggior parte delle operazioni del Fondo è stata realizzata nella forma di controgaranzia (71,7% in termini di numero di operazioni; 60,2% in termini di ammontare dei finanziamenti garantiti). Negli ultimi anni si è registrata una lieve riduzione del peso della controgaranzia. Delle circa 57mila operazioni garantite dal Fondo da gennaio a novembre 2012, il 68% sono operazioni di controgaranzia a favore dei confidi; l'ammontare dei finanziamenti controgarantiti è pari a circa 4,5 miliardi, il 59% del totale.

Quanto alla struttura dimensionale delle imprese assistite dal Fondo, si osserva che la maggior parte delle operazioni realizzate dall'avvio dell'attività a oggi è relativa a micro imprese (59,0% del totale dal 2000), mentre le operazioni di finanziamento a favore delle medie imprese pesano solo per il 9,5% (8,7% nel 2012). In termini di ammontare di finanziamenti garantiti il peso delle micro imprese scende al 27,4%, quello delle medie sale al 29,9%. Inoltre, solo il 20,3% delle operazioni realizzate (e il 23,8% dei finanziamenti garantiti) riguarda il finanziamento degli investimenti.

A seguito delle sollecitazioni di Confindustria e con l'obiettivo di potenziarne il ruolo a sostegno degli investimenti e delle imprese di media dimensione, che possono rappresentare un motore della ripresa, il Fondo è stato nuovamente riformato. Con il DL 201/2011 (Salva Italia) sono state introdotte nuove modalità d'intervento, entrate in vigore di recente: la rimodulazione delle percentuali di copertura anche al fine di sostenere gli investimenti delle imprese e le operazioni di smobilizzo dei crediti verso la PA; l'innalzamento, per operazioni quali quelle legate agli investimenti e alle anticipazioni di crediti verso la PA, dell'importo massimo garantito da 1,5 a 2,5 milioni. Inoltre la dotazione del Fondo è stata incrementata con 1,2 miliardi. Con le nuove percentuali di copertura aumenterà nel complesso l'impegno

del Fondo a garanzia delle PMI e, di conseguenza, diminuirà l'effetto moltiplicatore. Ipotizzando una leva di 15, il nuovo stanziamento consente di garantire circa 18 miliardi di crediti. Infine, è attesa a breve l'attuazione di un'ulteriore disposizione del DL Salva Italia che prevede che il Fondo possa garantire, a titolo oneroso, portafogli di finanziamenti alle PMI.

### 2.3 Domani, alla fine della crisi

Per lasciare alle spalle la crisi dei debiti sovrani e dei bilanci bancari, un elemento chiave è approdare a una "nuova normalità" del canale bancario e della intera finanza di impresa, fondata sulla crescita della patrimonializzazione sia delle banche sia delle imprese. Questa è la base per nuovi rapporti, che facciano da volano per la ripartenza degli investimenti.

Alle imprese italiane è richiesto di riavviare il processo di riequilibrio della struttura finanziaria, fermato dalla crisi, aumentando il grado di patrimonializzazione e mirando alla diversificazione delle fonti di finanziamento, per ridurre il peso del canale bancario sul loro passivo. Le banche devono rispettare i più alti *ratio* di capitale di Basilea 3 e subiranno perdite su vari asset. Proseguiranno perciò nel processo di *deleveraging*, di riduzione degli attivi a parità di capitale. Solo dopo la fine della crisi i prestiti alle imprese potranno smettere di ridursi e tornare a crescere. Ma non si vedranno mai più i ritmi di crescita del periodo 2006-2007 (oltre il +12% annuo), dati i vincoli che ci saranno ancora in futuro.

#### Servirà tempo per più credito e tassi bassi

Quando gli interventi funzioneranno, i volumi di credito potranno ripartire. Nell'immediato i rischi sono al ribasso: il nuovo credito a imprese e famiglie potrebbe essere erogato col contagocce per molto tempo (si veda il riquadro *Finanziare la crescita se il canale bancario non riparte*), anche a causa di una redditività ai minimi per gli istituti di credito.

Solo usciti dalla crisi per le imprese dei paesi periferici di Eurolandia gli spread sull'Euribor potranno tornare a valori fisiologici, colmando i divari tra paesi aperti dal 2011. Come per i volumi di credito, i rischi immediati sono al ribasso (si veda il riquadro *I tassi bancari resteranno più alti*).

Per varare le nuove misure necessarie e applicare quelle già annunciate, infatti, occorre superare notevoli ostacoli politici. Il successo non è affatto scontato. Le difficoltà si tradurranno, quantomeno, in tempi assai lunghi per approntare la soluzione della crisi. Visti i termini stabiliti per la vigilanza unica, a regime se tutto va bene solo dal 2014, e considerato che questa è una misura su cui è già stato trovato un accordo tra paesi, mentre per gli altri interventi l'accordo non c'è, è chiaro che l'orizzonte non è di mesi, ma di diversi anni.

### La redditività bassa frenerà i prestiti

La redditività delle banche italiane si è costantemente ridotta nell'ultimo decennio (Grafico 2.6). Il margine di interesse sull'attività tradizionale di deposito/prestito, ovvero la differenza tra interessi attivi e passivi, è sceso nel 2011 allo 0,98% dell'attivo, dal 2,02% nel 1999. In particolare, la redditività marginale dei prestiti alle imprese, calcolata al netto del rischio di perdite, è molto bassa. Il margine di intermediazione, che somma i ricavi da negoziazione e da servizi, si è anch'esso dimezzato all'1,85%, dal 3,66% nel 1999. Il ruolo degli altri ricavi si sta riducendo, in rapporto all'attivo. Il margine di intermediazione delle banche italiane resta superiore a quello medio in Europa. Sottraendo i costi operativi (in Italia più pesanti che in Europa), il risultato di gestione è calato allo 0,60% nel 2011, dall'1,45% nel 1999. Il peso dei costi per personale e altri fattori produttivi si è andato riducendo in rapporto all'attivo, come quello degli altri ricavi, ma i primi restano superiori ai secondi. Infine, sottraendo svalutazione dei crediti, accantonamenti, oneri straordinari netti e imposte, si ottiene l'utile netto che si è progressivamente ridotto, diventando negativo nel 2011 (-0,60%; 0,63% nel 1999). Si è, dunque, prosciugata la fonte dell'autofinanziamento delle banche, essenziale per accrescere il patrimonio netto senza apporti esterni, costosi e difficili da reperire.

### Costi da tagliare nelle banche

La bassa redditività bancaria è frutto delle difficoltà nel sostenere i ricavi, ma anche di un problema di costi delle banche italiane. Finché i ricavi erano crescenti, gli istituti potevano preoccuparsi con minore urgenza dei costi. Dall'inizio della crisi è diventato invece sempre più importante tagliare le spese, come più volte sottolineato dal Governatore della Banca d'Italia. La rete delle filiali, cresciuta ancora tra 2004 e 2007, ha cominciato a essere ridotta: -813 sportelli in Italia a metà 2012 rispetto al picco di

Grafico 2.6

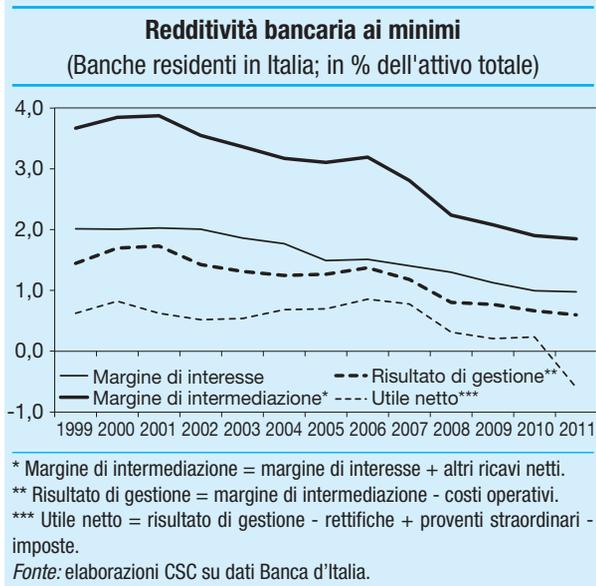
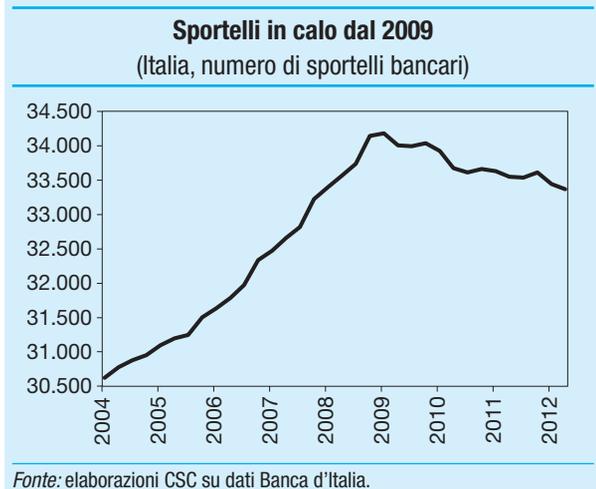


Grafico 2.7



inizio 2009 (-2,4%; grafico 2.7). L'occupazione è calata di 8300 unità da fine 2009 a fine 2011 (-2,5%). Tutto sembra indicare che ciò non sia sufficiente. Le maggiori banche italiane hanno in progetto o hanno già annunciato un ulteriore ridimensionamento degli sportelli: alcuni verranno venduti ad altri istituti, altri chiusi. Molte banche hanno programmato esuberi di personale o tagliato il numero di giorni lavorati e pagati, quindi la retribuzione annua. Con questi tagli si cerca maggiore efficienza e produttività di lavoro e capitale e di sostenere la redditività, per generare utili e rimpinguare il patrimonio.

### Finanziare la crescita se il canale bancario non riparte

Per tornare a crescere le imprese devono far ripartire gli investimenti. Ciò farà aumentare l'attivo di bilancio delle aziende, aumentando il valore di immobilizzazioni materiali e immateriali. Di pari passo deve crescere il passivo, con patrimonio o debiti, bancari o di altro tipo. Ipotizzando per cinque anni una crescita degli investimenti in linea con quella del decennio pre-crisi (+5,2% all'anno a prezzi correnti nel 1998-2007), il passivo delle imprese, cioè le fonti di finanziamento di questi investimenti, deve crescere di 90 miliardi nel quinquennio.

Immaginiamo due scenari non risolutivi per il canale bancario e calcoliamo in ciascuno di quanto si dovranno espandere le altre fonti per coprire il fabbisogno finanziario.

Primo scenario: il *credit crunch* non è risolto e i prestiti bancari diminuiscono del 2,5% all'anno. Le altre fonti dovranno fornire 196 miliardi nei cinque anni per finanziare gli investimenti e colmare il vuoto lasciato dalle banche. Ipotizzando che tale espansione sia ottenuta aumentando in proporzione le fonti non bancarie, occorrerebbe raccogliere 108 miliardi di capitale proprio. Il grado di patrimonializzazione salirebbe al 42,7% (dal 40,6%) e la quota di prestiti bancari scenderebbe al 22,6% (dal 26,3%).

Secondo scenario: si riesce a fermare il *credit crunch* ma non a rilanciare i prestiti bancari, che restano stabili a prezzi correnti. Le altre fonti devono fornire i 90 miliardi nei cinque anni. Con crescita proporzionale delle fonti non bancarie, occorre raccogliere 49 miliardi di capitale proprio. Il grado di patrimonializzazione sale al 41,0%, il peso del credito bancario scende al 25,6%.

Questi calcoli mettono in luce che, se le imprese e l'economia italiana vogliono tornare a crescere, in presenza di vincoli sul credito bancario, bisogna sviluppare con forza le fonti di finanziamento alternative. Non sarà facile, ma l'economia reale non può crescere se non è finanziata.

### I tassi bancari resteranno più alti

Gli spread addebitati alle imprese resteranno più ampi anche all'uscita dalla crisi del debito di quanto fossero nel periodo pre-crisi. Ciò a causa del costo della raccolta bancaria, che sarà tenuto su livelli più alti di quelli pre-2007 nella misura in cui lo spread sovrano italiano resterà maggiore di quello pre-crisi. Tutti gli analisti sono concordi nel ritenere assai poco probabile il ritorno ai bassi valori di anni fa.

Se lo spread rispetto al *Bund* scendesse a 165 punti (dai 340 attuali), cioè arrivasse al livello giustificato dai fondamentali economici secondo le recenti stime del CSC, resterebbe comunque molto più ampio rispetto ai 23 punti del 2007. Perciò, i tassi di interesse pagati dalle imprese saranno, anche dopo la fine della crisi, più alti di quanto sarebbero stati in sua assenza.

Utilizzando le recenti stime di Banca d'Italia<sup>1</sup>, si può calcolare che (per ogni dato livello dell'Euribor) i tassi saranno di circa 0,7 punti più alti rispetto al 2007. Un onere aggiuntivo sulle imprese, che abbasserà il profilo di investimenti e PIL<sup>2</sup>, a meno che non si sbloccino le fonti di finanziamento alternative.

<sup>1</sup> Ugo Albertazzi, Tiziano Ropele, Gabriele Sene e Federico Signoretti (2012), *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, Questioni di economia e finanza, n.133, Banca d'Italia.

<sup>2</sup> Banca d'Italia, nel Rapporto sulla Stabilità Finanziaria di novembre 2012, stima che 100 punti aggiuntivi di spread sui titoli sovrani decennali riducono la crescita del PIL complessivamente di circa un punto in tre anni.

### Più patrimonio per le imprese

Le imprese hanno la necessità di riprendere il percorso di maggiore patrimonializzazione. Come erano state in grado di fare nel decennio pre-crisi, nonostante i tradizionali fattori di ostacolo, tra cui il limitato sviluppo del mercato azionario. In Italia il sistema finanziario è caratterizzato da un maggior ruolo delle banche rispetto ad alcuni altri paesi avanzati ma soprattutto da un minore sviluppo della Borsa (Tabella 2.7). Gli asset bancari sono pari al 145% del PIL in Italia, più del 130% di Germania e Francia, anche se molto meno dei valori di Spagna (229%) e Regno Unito (202%). Situazione analoga si osserva per i prestiti bancari a famiglie e imprese: 115% del PIL in Italia, poco più del 112% in Francia e del 108% in Germania, molto sotto il 208% della Spagna e il 203% del Regno Unito. In compenso in Italia vi sono solo 5 società quotate nel mercato azionario per ogni milione di abitanti, contro le 7 in Germania, le 14 in Francia, le 33 nel Regno Unito e le 72 in Spagna. La capitalizzazione della Borsa azionaria è la minore (15% del PIL), con all'estremo opposto il Regno Unito (130%). Il mercato dei bond sovrani italiani è il più ampio in proporzione al PIL, a causa della grandezza del debito pubblico. Ciò contribuisce a limitare il mercato dei bond privati (54% del PIL), che pure è più vasto che in Germania (32%) ma molto più piccolo di quello spagnolo (62%) e USA (101%). La ridotta

Tabella 2.7

In Italia poca Borsa (Valori in % del PIL)									
		Banche		Borsa		Obbligazioni		Apertura verso l'estero	
		Asset delle banche	Prestiti bancari al settore privato	Capitalizzazione di Borsa	Numero di società quotate (per 1 milione di abitanti)	Capitalizzazione del mercato dei bond privati	Capitalizzazione del mercato dei titoli di stato	Emissioni internazionali di strumenti di debito	Prestiti da banche estere
Italia	1995	78,2	55,0	17,2	4,4	31,3	98,6	9,8	19,1
	2006	104,4	89,7	49,0	4,8	37,0	77,3	50,9	26,0
	2010	145,2	114,8	15,2	4,8	54,3	93,1	66,5	24,7
Francia	1995	100,2	85,2	32,6	7,6	45,7	35,6	11,4	19,6
	2006	111,2	93,7	93,4	11,3	39,1	51,2	57,7	52,9
	2010	130,4	111,6	74,6	13,8	55,8	64,0	78,4	52,2
Germania	1995	126,2	98,3	22,1	8,3	52,6	23,5	9,8	14,3
	2006	133,2	108,8	49,3	8,0	32,7	39,6	89,5	33,0
	2010	130,4	107,7	40,6	7,0	31,6	48,5	84,3	36,3
Spagna	1995	99,7	70,4	30,7	9,2	12,7	41,9	12,4	11,3
	2006	163,3	151,0	92,7	75,7	41,7	29,8	90,2	34,9
	2010	229,6	208,4	86,0	71,8	62,1	42,5	129,1	37,8
Regno Unito	1995	107,6	107,6	115,0	35,8	12,9	33,7	16,8	85,2
	2006	159,6	159,6	140,5	48,1	14,9	31,1	81,7	154,9
	2010	202,6	202,6	130,0	33,0	15,1	55,4	138,7	177,1
Stati Uniti	1995	54,6	46,1	81,5	28,8	77,2	58,0	3,6	12,2
	2006	62,2	57,3	138,1	17,2	110,4	46,1	33,3	24,4
	2010	64,6	56,4	111,9	13,8	101,5	70,8	49,7	24,8

Fonte: elaborazioni CSC su dati World Bank (Financial Structure Dataset).

dimensione delle imprese in Italia, con maggior presenza di PMI rispetto ad altre economie avanzate, spiega in parte il minore accesso ai mercati dei capitali. Un processo di crescita dimensionale può aiutare. Ma ci sono fattori frenanti l'accesso al mercato azionario che vanno al di là della dimensione di impresa e sui quali è necessario intervenire (si veda il riquadro *Interventi in Italia per il capitale di impresa*).

### Interventi in Italia per il capitale di impresa

Per favorire la crescita dimensionale e gli investimenti delle imprese italiane, tanto più in una fase in cui il canale bancario è inaridito, è essenziale promuoverne il rafforzamento patrimoniale. Ciò potrà avvenire sia attraverso un incremento degli apporti di ca-

pitale da parte degli imprenditori sia tramite il ricorso a capitale di terzi. Per promuovere un maggior ricorso a tali fonti di approvvigionamento in Italia sono stati realizzati di recente, anche grazie al contributo di Confindustria, alcuni interventi degni di nota.

Per incentivare le imprese a incrementare il proprio patrimonio il decreto *Salva Italia* ha introdotto l'ACE (Aiuto alla Crescita Economica), un'agevolazione fiscale di carattere strutturale. L'intervento - che consiste in un meccanismo di esenzione da imposta del reddito di impresa per la quota corrispondente al rendimento nozionale del nuovo capitale proprio - è volto a riportare equilibrio nel trattamento fiscale tra imprese che si finanziano con debito e imprese che si finanziano con capitale di rischio. La misura agevolativa potrà favorire il rafforzamento della struttura patrimoniale delle imprese italiane, migliorandone il merito di credito e attenuando i problemi che derivano dalle difficili condizioni del mercato creditizio.

Per quanto riguarda il ricorso a capitali esterni, nel 2010 Confindustria ha promosso, insieme a Ministero dell'Economia e delle Finanze, Cassa Depositi e Prestiti, ABI e alle principali banche italiane, la costituzione del Fondo Italiano d'Investimento. Con la costituzione del Fondo, che è il principale fondo di *private equity* italiano con una dotazione di 1,2 miliardi di euro, si è realizzata un'iniziativa di sistema finalizzata a promuovere la crescita e la patrimonializzazione delle imprese italiane nonché a sostenere lo sviluppo del mercato italiano del *private equity*, sottodimensionato rispetto a quello dei principali paesi europei (nel primo semestre 2012 in Italia sono state realizzate 131 operazioni contro le 611 della Germania e le 834 della Francia).

Il Fondo può investire in imprese con fatturato indicativamente compreso tra 10 e 250 milioni, impegnate in processi di sviluppo (*expansion*), ovvero in fondi di *private equity* che operino con analoghe finalità. Da gennaio 2012 il Fondo può anche effettuare investimenti indiretti in fondi e società di investimento che svolgano attività di *venture capital*. A tale finalità sono stati destinati 50 milioni della dotazione del Fondo.

Dall'avvio della sua operatività, a novembre 2010, il Fondo ha realizzato: 27 investimenti diretti per circa 260 milioni (altri 5 investimenti, per un ammontare di ulteriori 48 milioni, sono stati deliberati e sono in fase di realizzazione); 13 interventi indiretti per un totale di circa 265 milioni (altri 5 investimenti per un totale di 65 milioni sono stati deliberati dal Cda).

Si tratta di dati che confermano l'efficacia dell'iniziativa in particolare dal punto di vista dello stimolo al mercato del *private equity*: nel primo semestre del 2012 l'attività del Fondo ha rappresentato il 40% del complesso degli investimenti di *expansion* realizzati in Italia e aventi ad oggetto imprese con fatturato compreso tra i 10 e i 250 milioni.

### Capitale innovativo per le PMI

Altri strumenti per raccogliere capitale pensati per le PMI esistono da anni, ma non hanno avuto pieno successo in Italia e sono stati frenati dalla crisi.

Il *mezzanine finance* è una forma di capitale ibrido per la crescita dimensionale. Non prevede collaterale e quindi è più costoso per l'impresa. Prima della crisi aveva registrato un significativo ritmo di crescita anche in Italia, pur restando su dimensioni contenute rispetto a quelle europee. Tra 2003 e 2007 il valore annuo delle nuove operazioni in Italia era cresciuto da 0,2 a 0,7 miliardi di euro. Con la crisi, il flusso si è ridotto a 0,4 miliardi nel 2008, azzerandosi nel 2009. Il numero di operazioni è cresciuto da 4 nel 2003 a 20 nel 2008, per poi annullarsi nel 2009. In Europa il *mezzanine finance* era cresciuto tra 2003 e 2007 da 3,3 a 12,8 miliardi di euro, per poi calare a 6,4 nel 2008 e 0,9 nel 2009. Prima del blocco dovuto alla crisi, in Italia si realizzava solo il 5% del valore del mercato europeo. E anche allora questo strumento ibrido di finanziamento restava su valori ridotti rispetto alle necessità di fondi delle imprese italiane. Pure i valori toccati in Europa non erano molto elevati in confronto a quelli delle altre fonti di finanziamento.

La crisi finanziaria ha fermato in Italia lo sviluppo di tutto il mercato del *private equity* (Grafico 2.8). Per un decennio si era registrata una graduale crescita dei fondi raccolti dalle società investitrici (da 1,1 miliardi di euro nel 1997 a 3,0 nel 2007) e dell'ammontare investito in imprese italiane (da 0,6 miliardi nel 1997 a 5,5 nel 2008). Nel 2009 si è avuta la prima brusca flessione del mercato italiano. Che poi ha resistito nel 2010-2011, salvo restringersi ancora nella prima metà del 2012: 0,6 miliardi raccolti e 1,8 investiti (dati annualizzati). Insieme sono cresciuti i disinvestimenti, che

hanno toccato i 2,6 miliardi nel 2007 e i 3,2 nel 2011. Nel 2012 i nuovi investimenti hanno riguardato per l'83% le piccole e medie imprese, specie quelle con meno di 20 dipendenti (49%). Quote in crescita rispetto al 2007 (78% le PMI, di cui 34% sotto i 20 addetti). Nel giugno 2012 il portafoglio totale degli investitori in Italia ammonta a 1080 imprese, per un valore investito di 19,6 miliardi. Il mercato del *private equity* in Italia è molto ridotto rispetto ad altre economie avanzate: nella prima metà del 2012 il flusso di nuovi fondi investiti in Italia è stato pari a circa la metà del flusso in Germania (3,2 miliardi annualizzati) e a un terzo di quello in Francia (4,6 miliardi). Il calo del credito bancario in Italia ha effetti mag-

Grafico 2.8

#### La crisi ferma *private equity* e *venture capital* (Italia, miliardi di euro, flussi)



giori che in altri paesi proprio a causa della debolezza delle alternative, come nel caso del *private equity*.

#### Favorire l'ingresso di nuovi investitori

Superare in alcuni casi la tradizionale contrapposizione tra "proprietà familiare" e "apertura del capitale" può aiutare. Apertura significa finanziare l'impresa anche con capitale di rischio di altri investitori, invece che con debito. La prevalenza del debito bancario è anche figlia della voglia di non fare entrare capitali esterni e diluire il controllo e della difficoltà a emettere titoli di debito sul mercato. In Italia, secondo l'indagine Banca d'Italia sulle imprese con oltre 20

addetti, il 64% delle aziende industriali e dei servizi è a controllo familiare (l'ultimo dato disponibile si riferisce al 2008), una quota analoga a quella di altri paesi. Ciò che cambia è la gestione: il 34% delle aziende italiane è gestito dal fondatore e il 27% da un suo erede, solo il 3% da un manager esterno alla famiglia proprietaria o controllante (Tabella 2.8). Molte analisi mettono in evidenza che il controllo familiare delle imprese non è una caratteristica peculiare delle piccole aziende, anzi è molto diffuso tra le imprese di maggiori dimensioni. Secondo i dati dell'Osservatorio AUB (AIDAF, Unicredit, Bocconi), in Italia nel 2011 il 57% delle aziende medie e grandi (fatturato oltre i 50 milioni di euro) è a carattere familiare.

La proprietà familiare, se confrontato con quanto accade all'estero, non può di per sé contribuire a spiegare la minore dimensione e crescita delle imprese italiane, né va sempre associata alla minore solidità o minor rating di un'azienda e quindi con un peggiore accesso al credito bancario. Analizzando dati sulla prima fase della crisi, 2007-2009, uno studio recente trova che in Italia le imprese a controllo familiare, piccole e grandi, hanno avuto in certi casi un migliore accesso al credito rispetto a quelle a proprietà diffusa. In una fase in cui i bilanci di impresa peggiorano in modo generalizzato, le banche che si affidano maggiormente alla *soft information*, ovvero a dati qualitativi, privilegiano le imprese a controllo familiare nelle quali è la famiglia stessa a rappresentare la garanzia di rimborso<sup>9</sup>. Questo rafforza la maggior propensione al credito bancario delle aziende a controllo familiare.

#### Nuovi rapporti banca-impresa

Un maggior patrimonio delle imprese, alzando i *rating*, può portare a migliori rapporti con le banche. All'uscita dalla crisi, il canale bancario

Tabella 2.8

**Nell'industria due terzi delle imprese a guida familiare\***  
(Italia, imprese con almeno 20 addetti, dati 2008; valori %)

	Imprese familiari	Attuale capo dell'azienda		
		Fondatore	Erede	Manager esterno
Industria	64,1	34,1	26,8	3,2
Servizi	48,9	28,0	18,8	2,1
Totale	57,3	31,4	23,2	2,7

\* Imprese facenti capo a una persona fisica o a una famiglia proprietaria o controllante.

Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

<sup>9</sup> Leandro D'Aurizio, Tommaso Oliviero e Livio Romano (2012), *Family Firms and the Agency Cost of Debt: The Role of Soft Information during a Crisis*, EUI Working Paper, n. 2012/22.

deve essere caratterizzato da una minor quota del credito a breve, che oggi conta troppo per molte imprese (38% in aggregato nel 2011) e che rende instabile la struttura del loro passivo. Deve crescere la quota di prestiti bancari a medio-lungo termine, che oggi sono più difficili da ottenere date le difficoltà di raccolta delle banche e i ridotti *rating* delle imprese. I prestiti a lunga rendono più stabile la struttura finanziaria delle aziende e sono uno strumento migliore per sostenere gli investimenti.

I nuovi rapporti banca-impresa saranno anche basati su una maggiore prossimità tra banche e territorio, con ritorno all'antico, cioè a prima del processo di concentrazione bancaria. Si stanno già muovendo in tale direzione i maggiori istituti. Il ritorno alla prossimità territoriale consentirebbe di conoscere di più le imprese e calcolare meglio il *rating*, non in modo meccanico. Oggi le banche tendono a privilegiare i clienti con *rating* alto indipendentemente dall'idea di *business*, solo per abbassare l'esposizione al rischio. In questo modo penalizzano clienti con *rating* più basso ma potenzialmente validi perché in crescita.

Non è facile conciliare tutte le tendenze. La flessione del numero di sportelli in Italia dal 2009, mirata a sostenere la redditività bancaria, ha determinato una riduzione della capillarità della presenza delle banche sul territorio. Rispetto al picco toccato nel 2008, 39 comuni non hanno più uno sportello bancario (5883 a metà 2012 da 5922 a fine 2008). Inoltre, il maggiore peso tra le banche di quelle maggiori e grandi (39% degli sportelli), rispetto a un'analoga classificazione tra le imprese industriali, indica che la situazione tipica in Italia è quella di una piccola impresa che chiede un prestito presso lo sportello di una grande banca. Questo è anche frutto del processo di concentrazione bancaria nel decennio pre-crisi, che ha portato all'incorporazione di istituti medi e piccoli in quelli di maggiori dimensioni. Ciò ha fatto crescere la "distanza funzionale" tra il personale bancario con cui si interfaccia l'impresa e quello che prende le decisioni più rilevanti, complicando in molti casi l'accesso al credito.

#### **Far ripartire le obbligazioni**

Il mercato obbligazionario per le grandi imprese italiane deve tornare a espandersi e ciò sarà possibile appieno solo quando la crisi sarà alle spalle. Peraltro, i *corporate bond* italiani subiscono ancora la bassa fiducia delle famiglie dopo i casi Cirio e Parmalat. Serve l'ingresso di investitori istituzionali, anche esteri. Solo alcune delle maggiori imprese italiane negli ultimi mesi sono riuscite a realizzare emissioni importanti. Nel complesso il canale obbligazionario resta difficile per le aziende. Una maggiore solidità patrimoniale, quindi *rating* migliori, aprirebbe gradualmente questo mercato ad alcune medie imprese. Per favorire questo risultato in Italia, il Governo ha varato di recente alcuni nuovi strumenti, anche a favore delle piccole imprese (si veda il riquadro *Cambiali finanziarie e obbligazioni per le PMI, le novità del Decreto Crescita*).

## Cambiali finanziarie e obbligazioni per le PMI, le novità del Decreto Crescita

L'art. 32 del Decreto Crescita, con l'obiettivo di migliorare la capacità delle PMI di finanziarsi e superare le attuali difficoltà di accesso al credito, ha riformato la disciplina di emissione di cambiali finanziarie, ha delineato una specifica disciplina per l'emissione di obbligazioni con clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione e ha modificato i limiti all'emissione di obbligazioni da parte di società non quotate previsti dall'art. 2412 del codice civile. Il provvedimento ha inoltre modificato il trattamento fiscale di tali titoli di debito, rimuovendo alcuni vincoli normativi che penalizzavano le emissioni realizzate da società non quotate.

L'intervento di riforma è un importante segnale di attenzione del Governo sul tema dello sviluppo di un mercato di strumenti di debito di PMI. Tuttavia, come emerso anche dal confronto con gli operatori, l'efficacia della riforma sembra limitata a una fascia di imprese di dimensioni medio-grandi a causa della sostanziale assenza di investitori potenzialmente interessati a emissioni di piccole dimensioni. A ciò si aggiunge che i vincoli fiscali sono stati mitigati solo per gli strumenti di debito sottoscritti da investitori qualificati (relativamente alla disciplina di indeducibilità degli interessi passivi) o negoziati in mercati regolamentati o MTF (con riguardo all'esenzione della ritenuta sui proventi corrisposti).

Per lo sviluppo di un mercato di titoli di debito per le imprese con meno di 50 milioni di fatturato – soglia al di sotto della quale non si registrano emissioni di titoli - è pertanto necessario promuovere la creazione di fondi specializzati o, in alternativa, occorre strutturare operazioni di cartolarizzazione che consentano l'aggregazione di emissioni, anche di piccoli importi (da 2 a 25 milioni di euro), attraverso un unico strumento.

### La nuova disciplina delle cambiali finanziarie

Le cambiali finanziarie sono state introdotte nell'ordinamento italiano con la legge n. 43/1994. Per ricostruire la disciplina che regola l'emissione di tali strumenti occorre fare riferimento anche ad altre fonti.

La legge, infatti, qualifica le cambiali finanziarie sia come titoli di credito all'ordine, equiparandole alle cambiali ordinarie, sia come valori mobiliari. La loro emissione inoltre è considerata attività di raccolta del risparmio, che può essere effettuata in deroga all'art. 11 del Testo Unico Bancario (che riserva alle banche la raccolta del risparmio) nei limiti indicati dal CICR e dalla Banca d'Italia.

Tali caratteristiche comportano il rinvio alle norme che regolano i valori mobiliari e la raccolta del risparmio e, in particolare, alle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia e al Testo Unico della Finanza, che si applica laddove il collocamento delle cambiali finanziarie avvenga con offerta al pubblico.

Con riferimento alla riforma della legge n. 43/1994, il Decreto Crescita ha ampliato la durata dei titoli, che può ora essere compresa tra 1 e 36 mesi (invece dei 3-12 mesi precedenti) e ha introdotto la possibilità di emettere i titoli in forma dematerializzata. Tali modifiche rispondono a specifiche richieste di Confindustria volte a consentire alle imprese di disporre di uno strumento di finanziamento a medio termine e a favorirne la circolazione attraverso la dematerializzazione.

*Emissione di cambiali finanziarie da parte di PMI.* Il Decreto ha delineato una specifica disciplina per l'emissione di cambiali finanziarie. Nel caso in cui l'emittente sia una PMI, classificata secondo la definizione comunitaria, non quotata in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, l'emissione deve essere assistita da uno sponsor. Sono escluse dall'obbligo di sponsor le grandi imprese. Possono assumere il ruolo di sponsor le banche e le imprese di investimento (SIM), le società di gestione del risparmio (SGR), le società di gestione armonizzate (società con sede legale e direzione generale in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia, autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio) e le società di investimento a capitale variabile (SICAV).

Il soggetto che svolge la funzione di sponsor assume anche precisi obblighi. Anzitutto, mantenere in portafoglio fino alla scadenza una percentuale dei titoli emessi non inferiore al 5% del valore per le emissioni fino a 5 milioni di euro; 3% del valore eccedente i 5 milioni e fino a 10 milioni di euro; 2% del valore eccedente i 10 milioni di euro. Tale obbligo può essere derogato nel caso in cui esista una garanzia almeno pari al 25% dell'emissione rilasciata da una banca, da un'impresa di investimento o da un confidi. In secondo luogo, classificare il cliente al momento dell'emissione, distinguendo almeno cinque categorie di merito creditizio (ottimo, buono, soddisfacente, scarso, negativo) da mettere in relazione al livello (alto, medio, basso) delle eventuali garanzie presenti.

Le cambiali finanziarie emesse da PMI, inoltre, possono essere collocate e possono circolare solo tra investitori professionali non soci dell'emittente. Il valore delle cambiali finanziarie in circolazione non può essere superiore all'attivo corrente e l'ultimo bilancio dell'emittente deve essere certificato. Tale obbligo può essere derogato se c'è una garanzia sul 50% dell'emissione e solo per un periodo di 18 mesi dall'entrata in vigore della norma.

### **Le obbligazioni**

In tema di emissioni obbligazionarie gli interventi di riforma operati dal Decreto riguardano: la disciplina dell'emissione da parte di PMI non quotate di obbligazioni con clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione; la modifica dell'art. 2412 del codice civile volta a introdurre un'ulteriore fattispecie derogatoria al limite fissato dal comma 1 per l'emissione di obbligazioni.

*Obbligazioni con clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione.* Il Decreto definisce le caratteristiche delle obbligazioni con clausole di subordinazione e di partecipazione agli utili d'impresa emesse da PMI. È innanzitutto prevista una durata minima di 36 mesi. Inoltre, il decreto specifica che: la clausola di subordinazione definisce i termini di postergazione dei diritti del portatore rispetto agli altri creditori della società e che le obbligazioni con tali clausole rientrano nel computo dei limiti per l'emissione; la clausola di partecipazione agli utili regola il corrispettivo, che può riguardare la remunerazione dell'investimento, vale a dire gli interessi, e non il capitale, spettante al portatore del titolo, commisurandolo al risultato economico dell'emittente. Inoltre, definisce il tasso di interesse e prevede l'obbligo dell'emittente di versare il corrispettivo al finanziatore entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio.

*Modifiche all'articolo 2412.* Il decreto amplia le fattispecie in cui è possibile derogare ai limiti patrimoniali indicati dall'art. 2412 del codice civile per l'emissione di obbligazioni. In particolare, il Decreto estende anche alle società non quotate la facoltà di superare il limite patrimoniale a condizione che le obbligazioni emesse siano destinate a essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione. Il superamento del limite è consentito anche quando le obbligazioni emesse diano il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni.

#### **Il trattamento fiscale**

Le novità della riforma in materia fiscale riguardano: 1. La disciplina di deducibilità degli interessi passivi: gli interessi saranno dedotti secondo le regole ordinarie (30% del ROL), purché i titoli siano sottoscritti da investitori qualificati non soci (ovvero soci con partecipazioni inferiori al 2%); 2. La ritenuta alla fonte: sono state eliminate le differenze tra società quotate e non quotate. Se i titoli di debito sono negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione la ritenuta alla fonte non si applica, indipendentemente dal fatto che l'emittente abbia azioni quotate o meno. Viceversa, per i titoli di debito non quotati, rimane il vecchio regime di applicazione della ritenuta alla fonte del 20% su interessi e altri proventi; 3. La deduzione, a determinate condizioni e per le sole obbligazioni con clausole di partecipazione agli utili di impresa, della quota degli interessi legata ai risultati economici dell'emittente, in deroga alle regole ordinarie.

#### **Cresce il factoring, leasing in flessione**

Si possono ottenere più finanziamenti con le forme tecniche meno sfruttate? Quelle principali di credito bancario alle imprese italiane registrano cali significativi: -1,9% annuo nel giugno 2012 i mutui, -6,4% i conti correnti. Nonostante questi andamenti, mutui e conti correnti restano di gran lunga le forme tecni-

che prevalenti nel canale bancario (43,6% e 19,5% del totale rispettivamente). *Leasing* e *factoring* insieme contano solo per il 2,8% del totale degli impieghi. Nei prossimi anni, però, proseguendo il trend già in corso, il *factoring* può aiutare molto. La cessione crediti è diventata più importante a causa dell'allungamento dei termini di pagamento. Questo induce molte imprese a farsi scontare crediti commerciali per recuperare liquidità. Si può estendere a quelli verso la PA, una volta certificati. Si sbloccherebbe un'importante voce non liquida dell'attivo delle imprese, riducendo il fabbisogno finanziario. Se consideriamo il credito fornito a famiglie e imprese in Italia, non solo da banche ma anche da finanziarie, la liquidità erogata con contratti di *factoring* è in rapida crescita (Tabella 2.9). Nel 2012 gli anticipi erogati a fronte della cessione di crediti registrano un +9,8%, dopo il +13,0% del 2011. Lo stock è arrivato a 32,4 miliardi di euro. Anche nei prossimi anni è il *factoring* la forma tecnica destinata a registrare la maggiore espansione. Invece, il valore erogato con contratti di *leasing* è in calo (-3,5% nel 2012, dopo il -1,6% del 2011). Lo stock a metà 2012 si è attestato a 109,6 miliardi (Tabella 2.10). Sia per *factoring* sia per *leasing* si ha una netta prevalenza delle finanziarie (oltre l'80% del totale) rispetto alle banche.

### Cartolarizzazioni per le PMI

Si possono trovare forme valide di *securitisation*, in particolare per le PMI? Prima della crisi si era registrata una notevole espansione della cartolarizzazione dei prestiti in Europa, dai 78 miliardi di euro del 2000 ai 711 del 2008 (Grafico 2.9). L'espansione si era concentrata sui mutui (73% degli attivi bancari cartolarizzati a fine 2006). Minoritaria era rimasta la quota dei prestiti alle piccole e medie imprese (3%). Le cartolarizzazioni di prestiti alle PMI erano state fatte soprattutto in Spagna e Grecia (47% del totale europeo), due dei paesi maggiormente investiti dalla crisi finan-

Tabella 2.9

<b>Factoring in rapida crescita</b> (Italia, miliardi di euro, valori %)				
	Stock 2012	Quota % 2012	Var. % annue*	
			2011	2012
<b>Cessioni di crediti</b>				
Banche	5,4	13,9	26,2	-1,1
Finanziarie	33,1	86,1	6,5	9,0
Totale	38,5	100,0	9,1	7,4
<b>Anticipi su crediti</b>				
Banche	5,0	15,5	17,8	-2,1
Finanziarie	27,4	84,5	12,1	12,3
Totale	32,4	100,0	13,0	9,8

Operazioni con clientela ordinaria residente (incluse le famiglie).  
\* Giugno di ogni anno.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

Tabella 2.10

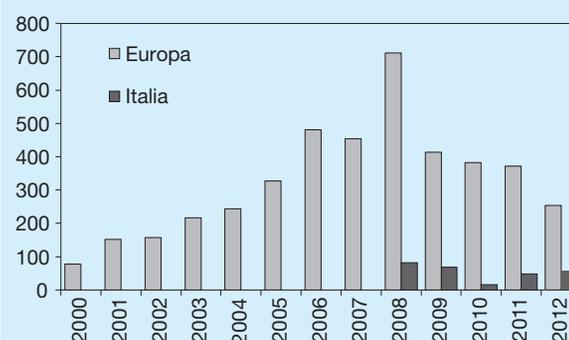
<b>Leasing in calo</b> (Italia, miliardi di euro, valori %)				
	Stock 2012	Quote % 2012	Var.% annue *	
			2011	2012
Da banche	17,1	15,6	6,6	-13,2
Da finanziarie	92,4	84,4	-3,2	-1,5
Totale	109,6	100,0	-1,6	-3,5

Operazioni di *leasing* con clientela ordinaria residente (incluse le famiglie).  
\* Giugno di ogni anno.  
Fonte: elaborazioni CSC su dati Banca d'Italia.

ziaria. Il 2008 è stato l'anno di picco in Europa, in seguito le nuove operazioni si sono molto ridotte, scendendo a 372 miliardi di euro nel 2011 e 254 (annualizzati) nella prima metà del 2012. In Italia il minimo è stato toccato nel 2010 (16 miliardi, da 82 nel 2008), mentre nel 2011 si è vista una risalita. Le nuove emissioni non si sono mai del tutto fermate, anche se questi strumenti sono stati al cuore della crisi finanziaria. Sullo stock di attivi cartolarizzati, a metà del 2012 la gran parte è tuttora fatta di mutui casa (59% in Europa). In crescita, ma ancora contenuta, la quota dei prestiti alle PMI sul totale cartolarizzato (9%), strumento finanziario rimasto molto ridotto in Italia.

Grafico 2.9

### Le cartolarizzazioni scendono con la crisi (Miliardi di euro, flussi di nuove operazioni)



Italia: dati disponibili dal 2008.

2012: primi 6 mesi, annualizzati.

Fonte: elaborazioni CSC su dati AFME.

Il fatto che le cartolarizzazioni si fossero sviluppate in alcuni dei settori (immobiliare) e paesi (Spagna) maggiormente in crisi non getta su di esse una buona luce. Tuttavia, sono strumenti molto utili e talvolta indispensabili. La trasformazione del prestito in un titolo prima della scadenza naturale consente alle banche di espandere la concessione dei prestiti, con un effetto leva sulle risorse di capitale disponibili: il trasferimento sul mercato secondario del rischio di credito consente di ottenere liquidità e liberare capitale da destinare a nuovi prestiti. L'obiettivo dello strumento è positivo. Si tratta di applicarlo con trasparenza circa il rischio sottostante. Lo strumento può essere particolarmente utile per i prestiti alle PMI italiane che mancano di un mercato secondario liquido. Trasformare i prestiti in titoli negoziabili renderebbe tali attivi accessibili agli investitori. L'intervento pubblico può aiutare la diffusione di tale strumento. Già nel 2009 l'allora Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, propose la garanzia pubblica sulle nuove operazioni di cartolarizzazione per le PMI.

**PMI: insieme più forti** I bond di distretto sono uno strumento varato prima della crisi finanziaria, ma che non ha ottenuto grande successo. La prima operazione in Italia è stata effettuata nel 2003. Questi bond sono basati sull'idea che se una singola PMI non è in grado di collocare obbligazioni sul mercato, l'insieme delle aziende del distretto può riuscirci. L'operazione, tuttavia, è molto complessa e include, per come è stata realizzata finora, anche una cartolarizzazione. Ci sono tre fasi: primo, una banca eroga prestiti alle PMI di un distretto; secondo, il portafoglio prestiti viene trasferito a una società veicolo della banca; terzo, vengono emessi bond che hanno quel portafoglio come asset sottostante. La battuta d'arresto delle cartolarizzazioni a seguito della crisi ha coinvolto anche i bond

di distretto. Un modo per agevolare l'utilizzo di tali bond sarebbe quello di dotare ogni distretto di un suo *rating*, che tenga conto non solo delle caratteristiche delle singole imprese presenti ma anche del tessuto economico in cui esse operano<sup>10</sup>.

Molti analisti ritengono che occorra puntare sulle reti di imprese, più che sui distretti. Sfruttando gli spontanei legami di filiera tra aziende. Esistono già degli esempi molto positivi di cosa si può ottenere sul piano dei finanziamenti sfruttando bene la rete. Un'impresa leader può, creando una rete con i suoi fornitori, ottenere per questi ultimi costi di finanziamento bancari più bassi, allineati a quelli che essa stessa paga. I benefici potenziali sono notevoli per le piccole imprese fornitrici: alla rete di imprese può essere riconosciuto dalle banche un merito creditizio migliore, legato alla presenza di relazioni strategiche di fornitura con una impresa leader e a prospettive di crescita che vanno oltre il potenziale delle singole aziende.

**Confidi per le garanzie alle PMI** Un'esperienza consolidata e proficua di collaborazione tra imprese è quella dei confidi: consorzi e cooperative costituiti da PMI che - contando su risorse provenienti dalle imprese e, soprattutto, da enti pubblici che ne hanno significativamente sostenuto l'azione - prestano garanzie finalizzate a sostenere l'accesso al credito delle aziende socie. Sorti spontaneamente dagli anni 60, i confidi hanno saputo contenere il livello di insolvenze grazie a una forte capacità di valutare il merito di credito, legata al meccanismo di *peer monitoring*: a valutare il merito di credito delle imprese sono, infatti, altre imprese operanti sul medesimo mercato. Negli ultimi anni il sistema della garanzia mutualistica italiano è stato attraversato da una fase di cambiamento radicale. Il nuovo schema regolamentare di Basilea (che consente, a specifiche condizioni oggettive e soggettive, il riconoscimento delle garanzie dei confidi ai fini della mitigazione del rischio di credito) e la legge di riforma del 2003 (che ha previsto la trasformazione di confidi di determinate dimensioni in intermediari finanziari vigilati da Banca d'Italia) hanno infatti indotto gli operatori del settore ad affrontare un consistente processo di concentrazione e rafforzamento patrimoniale e organizzativo. Secondo i dati di Assoconfidi, l'associazione delle Federazioni di rappresentanza dei confidi di tutti i settori, il sistema, che nel 2000 contava oltre 690 intermediari, a fine 2010 era costituito da 296 operatori, 43 dei quali vigilati da Banca d'Italia (circa 60 a fine 2012). I dati attestano la rilevanza del fenomeno nel Paese: nel 2010 erano oltre un milione le PMI socie dei confidi, le garanzie concesse nell'anno sono state circa 195mila, a copertura di 20,6 miliardi di finanziamenti.

Dal 2008 al 2010 i confidi, per sostenere le PMI alle prese con forti difficoltà di accesso al credito, hanno significativamente incrementato il volume di garanzie concesse. Nel 2011, stando ai dati Federconfidi (la Federazione di rappresentanza dei confidi confindustriali),

<sup>10</sup> Si veda Silvia Tommaso (2008), *I bond di distretto*, Amministrazione & Finanza, n. 13.

si è invece osservata una contrazione dell'attività nel prestare garanzie (i finanziamenti garantiti sono diminuiti del 21%). Ciò è imputabile a diversi fattori: l'incremento delle insolvenze registrato in modo generalizzato da tutto il sistema che ne ha in parte eroso le dotazioni patrimoniali; l'esigenza per i confidi vigilati da Banca d'Italia - che rappresentano in termini quantitativi la maggior parte dell'insieme - di incrementare la dotazione patrimoniale nel rispetto delle regole di Basilea sul capitale di vigilanza alle quali anch'essi sono sottoposti. In altri termini, nel sistema dei confidi si è registrato, come nel settore bancario, un effetto di *deleveraging*.

In considerazione di ciò i confidi sono oggi spinti, per confermare lo storico ruolo di servizio e sostegno alle PMI nell'accesso al credito, ad avviare ulteriori processi di rafforzamento patrimoniale anche affrontando nuove aggregazioni. A tal fine assume particolare rilievo la disposizione inserita, anche a seguito delle richieste di Confindustria, nel recente DL Crescita che consente ai confidi vigilati e a quelli coinvolti in aggregazioni di patrimonializzarsi attraverso l'imputazione al capitale sociale dei contributi pubblici ricevuti negli anni.

