

Fonte: elaborazione su dati Eurostat

Editoriale – La ripresa in corso dell'economia italiana trae un forte sostegno dal credito bancario. A dicembre 2006, ad esempio, i prestiti al settore che produce mezzi di trasporto sono cresciuti del 15% rispetto all'anno prima. Accanto alle tradizionali forme di supporto creditizio, il consolidamento strutturale della ripresa potrà essere agevolato da una maggiore diversificazione delle forme di finanziamento. La **quotazione in borsa** può rafforzare la capacità delle medie imprese italiane di competere sui mercati globali e di farsi pivot dello sviluppo dei nuovi distretti "funzionali". Lo spazio per crescere è ampio. A fine 2006, il numero delle imprese quotate (311) non andava oltre l'1,3% del totale delle ventiquattromila aziende italiane con 50 o più addetti.

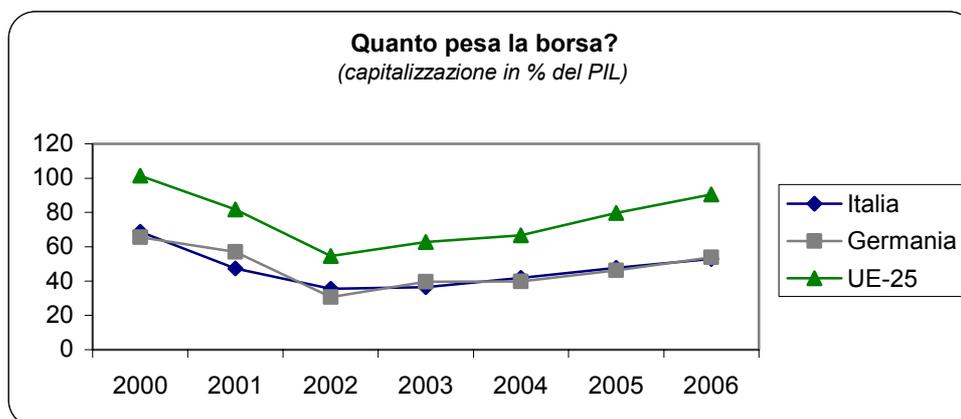
Pag. 5 - Rincarì del petrolio e anomalie climatiche ripropongono anche in Italia il tema delle **fonti e dei costi degli approvvigionamenti energetici**. I dati più recenti dell'Eurostat dicono che il rapporto tra le importazioni nette e i consumi lordi di energia si colloca in Italia all'86,8% contro il 65,1% della Germania e il 54,5% della Francia. La "bolletta" energetica pagata dal nostro paese nel 2006 ammonta a circa 50 miliardi di euro. Rispetto a una trentina di anni fa, il peso del petrolio sui consumi di energia primaria in Italia è sceso dal 72 al 47% mentre è salita al 39% l'incidenza del gas naturale. Costi e disponibilità dell'energia non mancheranno di influire sullo sviluppo della ripresa economica avviata nel corso del 2006.

09

2007

9 marzo 2007

Editoriale: quotarsi un po'



Fonte: elaborazione su dati Eurostat

L'economia è in ripresa grazie all'industria del "made in Italy" che investe ed esporta. La borsa italiana risente di oscillazioni innescate in altre parti del mondo. I tentennamenti dei mercati azionari non mettono a rischio la ripartenza del ciclo. Inducono, però, a riflettere sui legami tra industria e borsa passando dal congiunturale allo strutturale. E' utile quotarsi? Potrebbe una struttura finanziaria più evoluta e maggiormente baricentrata sui mercati servire al rilancio della produttività della nostra economia? A questo ordine di quesiti un recente lavoro del Fondo monetario internazionale risponde con un sì a tutto tondo¹. L'analisi degli economisti di Washington muove dalla ricognizione di una vasta letteratura teorica. I modelli illustrano come, a certe condizioni, un sistema di intermediazione finanziaria "arm's length-based" (letteralmente, basato sulla distanza) sia teoricamente superiore rispetto a un insieme di rapporti di credito e debito "relationship-based" ovvero costruito su quell'intuitus personae che è tipico dell'attività bancaria più che dei mercati azionari. Rispetto alle banche, le borse sarebbero più capaci di frazionare e diversificare i rischi, di assicurare la trasparenza, di allocare le risorse ai progetti più remunerativi in quanto più innovativi.

Lo studio del Fondo rielabora il dualismo à la Michel Albert tra il capitalismo anglosassone e capitalismo "renano". Industrie fortemente concentrate sui prodotti tradizionali sono popolate da imprese relativamente poco presenti in borsa. Si cita a questo proposito l'Italia. Facciamo qualche conto. Da noi, il numero delle imprese quotate (311 a fine 2006) è pari solo all'1,3% del totale delle 24mila imprese con 50 o più addetti. Lo stesso accade in Germania. Diversamente, in Francia il rapporto in questione sale al 2,6% per innalzarsi intorno al 7% nel Regno Unito. Un corollario della medesima costruzione teorica afferma che le economie con le borse più esili sono anche quelle dove più debole è tutta la filiera dei cosiddetti investitori istituzionali, a cominciare dai fondi pensione. Su questo aspetto alcuni dati sono contenuti in un bel lavoro pubblicato in gennaio su "Congiuntura ref.": alla fine del 2005 la detenzione diretta di azioni italiane da parte dei fondi pensione non andava oltre i 350 milioni di euro pari ad appena lo 0,3% della capitalizzazione della borsa alla stessa data. I pochi investimenti azionari sono parte di una situazione che vede la consistenza totale degli investimenti dei fondi pensione ammontare in Italia ad appena 50 miliardi di dollari a

¹ Cfr. Fondo monetario internazionale, "Financial Intermediation and Growth in Italy" in Italy: Selected Issues, febbraio 2007, pagg. 48-65.

dicembre 2005 contro i 108 della Germania, i 124 della Francia e 1.541 miliardi di dollari di investimenti dei fondi pensione nel Regno Unito. Guardando in avanti agli effetti della riforma della previdenza integrativa, gli esperti prevedono che la quota di investimenti azionari compiuti dai fondi pensione italiani rimarrà comunque contenuta e che il peso del settore sulla capitalizzazione della borsa italiana continuerà a stazionare sotto l'1%.

Più dei fondi pensione, altri comparti dell'industria finanziaria potranno contribuire all'ispessimento della presenza delle imprese italiane in borsa e sui mercati dei titoli in genere. Pensiamo alle attività di "corporate and investment banking" svolte a supporto di emissioni azionarie, emissioni obbligazionarie, prestiti sindacati, operazioni di trasformazione societaria ed altro ancora. In un lavoro del Servizio Studi BNL curato da Silvano Carletti e in corso di pubblicazione si rileva che nel 2006 ci sono state circa 2.900 emissioni azionarie a livello mondo per un importo complessivo di capitali raccolti di quasi 600 miliardi di dollari. La fetta italiana della torta mondiale consta di 35 operazioni per un ammontare di 10 miliardi di dollari. Poco meno di 2/3 del totale delle emissioni italiane sono state curate da intermediari di matrice internazionale. Questo non è un ulteriore sintomo di nanismo italo, bensì un dato strutturale condiviso pure da altri importanti paesi. Anche in Francia oltre la metà dei collocamenti azionari è condotto da operatori internazionali. La borsa è un portale di accesso alla globalizzazione adatto all'operare di banche e intermediari con competenze e profili patrimoniali di adeguato livello. Gli anglosassoni dicono che chi fa capital market deve avere "broad shoulders", spalle larghe. Il problema per le imprese italiane è ricevere l'assistenza di operatori con spalle larghe e con capacità di comprendere e valorizzare le tante peculiarità micro e macroeconomiche del nostro paese per tagliare su misura l'abito più adatto a ciascuno. L'integrazione di importanti banche italiane in grandi gruppi internazionali sarà di aiuto.

Lo studio del Fondo monetario internazionale segnala come un impedimento significativo ad una più ampia presenza in borsa di piccole e medie aziende sia rappresentato dagli elevati costi della quotazione. Lo stesso problema è segnalato nella preziosa analisi annuale sulle medie imprese condotta da Mediobanca e Unioncamere. L'incidenza media delle spese nelle "IPO" ovvero nelle nuove quotazioni di medie imprese effettuate a partire dal 1997 risulta pari al 14% per le operazioni di importo fino a 20 milioni di euro mentre scende all'8,6% per collocamenti al di sopra dei 20 milioni². Secondo i parametri Mediobanca-Unioncamere le medie imprese sono quelle con un fatturato compreso tra i 13 e i 290 milioni di euro l'anno e un numero di dipendenti che va da 50 a 499. E' evidente come la presenza di uno zoccolo di costi fissi renda proporzionalmente più oneroso l'accesso in borsa alle aziende di minore taglia. Per ridurre i costi della quotazione è stato da tre anni attivato un segmento della borsa specificamente dedicato alle medie imprese, il Mercato Expandi. Nel corso del 2006 il numero delle imprese quotate all'Expandi è salito di 8 unità, da 18 a 26 aziende. La capitalizzazione del segmento è aumentata di 3 miliardi di euro giungendo a rappresentare l'1,3% della capitalizzazione totale della borsa (10,3 su 779 miliardi di euro alla fine del 2006). La dinamica è promettente, ma i numeri rimangono piccoli. La media annua del fatturato delle imprese con 50-249 addetti censite dall'Istat è pari a 22 milioni di euro, un valore ben al di sotto dei 100 milioni di ricavi annui ritenuti fisiologici come ordine di grandezza per le aziende quotabili al mercato Expandi. Sono molte le imprese che non raggiungono la dimensione minima per quotarsi. Sono anche numerose le aziende che, pur avendo la dimensione per farlo, preferiscono rimanere fuori dalla borsa. All'interno del campione di medie imprese individuate dall'analisi di Mediobanca-Unioncamere, le aziende quotate risultano essere solo ventidue su circa quattromila.

Costi più bassi e ulteriore qualità nei servizi ricevuti dall'industria finanziaria contribuiranno ad accrescere la presenza delle imprese italiane in borsa. Una finanza diversificata serve alle aziende innovative e internazionalizzate che fungono da pivot dello sviluppo nei nuovi distretti funzionali basati sull'associazione di un marchio trainante, sub-forniture locali di eccellenza, delocalizzazioni mirate e l'apporto dei servizi qualificati di professionisti esterni. In questo contesto, la quotazione in borsa può rappresentare un tassello utile a consolidare la trasformazione strutturale della parte migliore delle nostre imprese.

² Cfr. F. Coltorti, *Le medie imprese industriali italiane*, dicembre 2006.

"Going public", aprirsi al pubblico significa certificare la capacità di un'impresa di crescere e di competere sui mercati globali. La ripresa economica del 2006 certifica i risultati di un cambiamento strutturale e virtuoso in atto da alcuni anni. Il rilancio della produzione e dell'export, in valore e anche in volumi, di settori ritenuti "maturi" del made in Italy trae sostegno dal credito bancario. Solo per citare un dato, a dicembre 2006 la crescita dei prestiti bancari alle società non finanziarie ha superato il 15% nel comparto della produzione di mezzi di trasporto. Nel contempo, la scadenza media del credito si è allungata. Il 60% dei prestiti bancari al complesso di tutte le imprese produttive è ora a medio termine. Banca e borsa sono chiamate a camminare insieme sulla strada del miglioramento strutturale della crescita e della competitività dell'economia italiana. Le contrapposizioni di scuola tra "bancocentrici" e "mercatisti" appaiono oziose. Nel 2006 l'Italia è tornata a crescere in maniera convincente nonostante il rapporto tra la capitalizzazione della nostra borsa e il PIL nazionale si sia collocato al 53% rispetto al 90% della media rilevata da Eurostat per la UE a 25 paesi. Lo stesso è accaduto nella più competitiva Germania dove pure il valore della capitalizzazione azionaria supera di poco la metà del prodotto lordo del paese. In Italia, come in Germania e altrove, la borsa può assicurare più ampia finanza a solidi piani di espansione aziendale. Ma prima della finanza c'è sempre l'industria.

Giovanni Ajassa

Italia, più energia rinnovabile per una minore dipendenza energetica

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

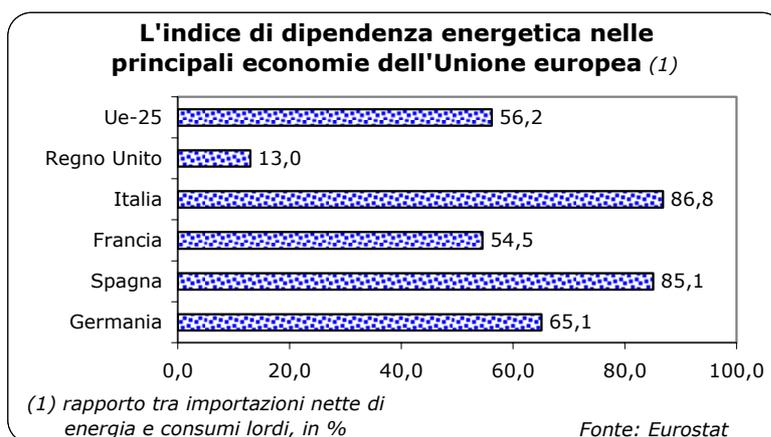
Le tensioni sui prezzi petroliferi degli ultimi anni e i riflessi del cambiamento climatico accrescono l'attenzione sull'elevata dipendenza dall'estero nel soddisfacimento del fabbisogno energetico italiano. Il petrolio e il gas naturale continuano a svolgere un ruolo centrale superiore a quello riscontrabile nelle principali economie europee.

Nonostante il 2006 abbia sperimentato una robusta crescita economica, la pesante fattura energetica ha frenato le potenzialità di sviluppo dell'economia italiana.

L'analisi della struttura energetica dell'Italia consente di evidenziare margini di miglioramento. Il costo pagato dalle famiglie e dalle imprese italiane per l'approvvigionamento di energia risulta superiore a quello registrato in Francia e Germania.

L'andamento del prezzo del petrolio sperimentato nel corso degli ultimi anni ha portato al centro dell'attenzione la profonda dipendenza energetica dell'Italia dall'estero.

Secondo i dati di Eurostat, nel 2005 il rapporto tra le importazioni nette di energia e i consumi lordi è risultato in Italia pari all'86,8%, ampiamente al di sopra sia del valore relativo all'intera Unione europea (56,2%) che di quello riferito alle altre principali economie.



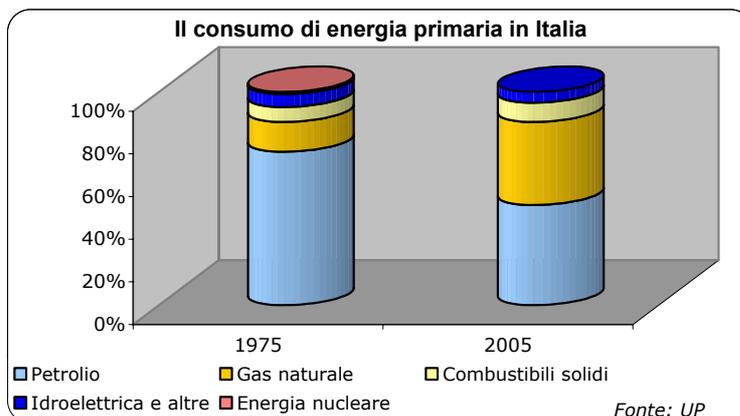
Troppo petrolio e gas nei consumi italiani di energia

Le cause alla base della profonda dipendenza dell'Italia dalle importazioni di energia sono molteplici. Pesa in particolare l'eccessiva dipendenza da fonti non disponibili direttamente in quantità adeguate. L'analisi dei dati recentemente pubblicati dall'Unione petrolifera³ evidenzia come la struttura dei consumi di energia primaria in Italia, nonostante i profondi cambiamenti, sia rimasta negli ultimi trenta anni concentrata su due sole fonti: il petrolio e il gas naturale. Nel 1975 il petrolio copriva il 72% del totale mentre il gas naturale il 14%. Le altre fonti, come il nucleare, i combustibili solidi e l'energia idroelettrica soddisfacevano nel complesso il 14% del fabbisogno totale. Dopo trenta anni, mentre il peso del petrolio si è ridotto al 47% e quello del gas è cresciuto al 39%, il ruolo svolto dalle altre fonti energetiche è rimasto praticamente invariato.

Diversa appare l'esperienza delle altre principali economie europee. Nello stesso periodo la Francia ha realizzato una profonda diversificazione energetica. Mentre il petrolio ha perso molta importanza, il peso del nucleare è cresciuto dal 2% al 39%. Nel 2005, le fonti alternative al petrolio e al gas naturale hanno soddisfatto circa la metà dei consumi francesi

³ Unione petrolifera, *Databook 2007*.

di energia primaria. La Germania, sebbene abbia conosciuto un'evoluzione simile a quella italiana ha, comunque, mantenuto un maggiore grado di diversificazione. L'eccessiva dipendenza dell'Italia dal petrolio e dal gas appare ancora più evidente considerando l'esperienza del Regno Unito. In quest'ultimo caso la disponibilità interna di materie prime appare significativa. Il paese risulta il quindicesimo produttore mondiale di petrolio e il quarto di gas⁴. Nonostante ciò, oltre il 25% dei consumi di energia primaria è soddisfatto da fonti alternative.



Spesa energetica e crescita economica

La profonda dipendenza dell'Italia da fonti energetiche tradizionali, in un contesto caratterizzato da tensioni sui prezzi delle principali materie prime, ha determinato un forte aumento della bolletta energetica. La fattura pagata dal nostro paese ha raggiunto nel 2006 valori intorno ai cinquanta miliardi di euro. A prezzi costanti (anno 2006) la spesa sostenuta lo scorso anno si è avvicinata al massimo registrato nel 1981 (quasi 53 miliardi). Considerando l'incidenza della fattura energetica sul Pil, si è passati da valori intorno all'1% della fine degli anni novanta a circa il 3,5% dello scorso anno, rimanendo, comunque, lontano dal 6,3% raggiunto nel 1981.

Intensità petrolifera e intensità energetica dei sistemi economici								
	Fabbisogno di petrolio per unità di Pil (1)				Fabbisogno di risorse energetiche primarie per unità di Pil (1)			
	1973	1980	1990	2002	1973	1980	1990	2002
Paesi OCSE	0,15	0,12	0,09	0,08	0,28	0,25	0,21	0,19
Stati Uniti	0,21	0,17	0,12	0,10	0,43	0,38	0,30	0,25
Giappone	0,10	0,07	0,05	0,04	0,12	0,11	0,09	0,09
UE 15	0,13	0,10	0,07	0,06	0,22	0,19	0,17	0,15
Italia	0,15	0,12	0,09	0,07	0,20	0,17	0,15	0,14

(1) Tonnellate equivalenti di petrolio per migliaia di dollari (a prezzi e cambi 1995).
Fonte: Banca d'Italia

Gli effetti di un'energia costosa in una struttura di consumi rigida si sono manifestati in maniera significativa nei conti con l'estero dell'Italia. Le importazioni di minerali energetici sono cresciute nel 2006 di oltre il 25%, arrivando a rappresentare il 15% del totale degli acquisti italiani dall'estero. Il deficit commerciale è passato dai 9,4 miliardi di euro del 2005 ad oltre 21 miliardi. Escludendo lo sbilancio relativo ai minerali energetici il saldo commerciale italiano è risultato positivo per oltre 30 miliardi, in linea con la media degli ultimi quindici anni.

⁴ ENI (2006), *World Oil and Gas Review 2006*.

L'impatto negativo del caro energia, legato prevalentemente alla bolletta petrolifera, è apparso meno evidente nell'analisi della crescita economica, con il Pil e la produzione industriale aumentati lo scorso anno entrambi su ritmi intorno al 2%. La minore intensità energetica viene indicata come una delle cause che contribuiscono a favorire uno sviluppo economico sostenuto in un contesto energetico sfavorevole. Negli ultimi trenta anni nelle principali economie avanzate si è assistito ad una forte riduzione sia dell'intensità energetica che di quella petrolifera. In Italia il fabbisogno di petrolio per unità di Pil si è dimezzato risultando di poco inferiore alla media dei paesi OCSE ma leggermente superiore al valore della Ue-15. Considerando l'intero fabbisogno di risorse energetiche primarie il dato italiano (0,14) risulta inferiore sia a quello dei paesi OCSE (0,19) che a quello della Ue-15 (0,15).

Elementi interessanti si ottengono limitando l'analisi al comparto industriale. Infatti, come sottolineato dalla Confindustria⁵, per comprendere l'effetto del progresso tecnologico sul risparmio energetico all'interno dell'attività produttiva è opportuno considerare l'intensità energetica limitatamente al comparto industriale. In questo modo viene escluso dall'analisi il settore dei servizi meno dipendente dalle forniture energetiche ma con un peso significativo nella produzione del valore aggiunto all'interno delle economie avanzate. Nel periodo che va dagli anni novanta al 2003, l'intensità energetica dell'industria italiana è risultata lievemente più bassa di quella dell'area euro, al contrario di quanto accaduto per l'intensità petrolifera dell'intera economia. Analizzando la dinamica dell'intensità energetica dell'industria italiana si nota come, a partire dalla seconda metà degli anni novanta, questo indicatore abbia sperimentato una lieve risalita. Al contrario il dato relativo all'intera economia ha conosciuto una costante riduzione a partire dagli anni settanta.

Più energia rinnovabile per una struttura energetica più sostenibile

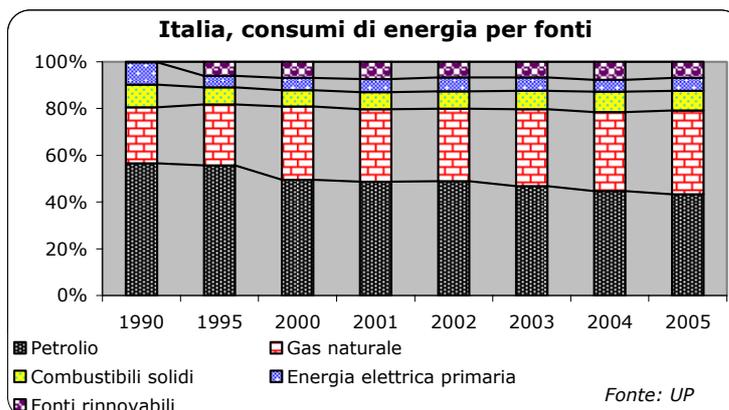
Sebbene i positivi risultati economici del 2006 abbiano reso meno evidente l'impatto generato dalle tensioni provenienti dai mercati delle principali materie prime, i costi di approvvigionamento crescenti hanno frenato le potenzialità di sviluppo dell'economia italiana.

L'elevata bolletta energetica pagata dall'Italia trae origine da fattori sia esogeni che endogeni. Ma, mentre i primi risultano difficilmente gestibili, l'analisi della struttura energetica italiana consente di evidenziare alcuni margini di miglioramento.

Le ultime statistiche pubblicate da Eurostat e dall'Unione petrolifera⁶ evidenziano, ad esempio, come i consumatori e le imprese italiane debbano sopportare costi energetici maggiori di quelli sperimentabili nelle principali economie europee. Le famiglie italiane pagano per l'elettricità domestica 21,08 euro per 100 kWh contro i 18,73 della Germania e gli 11,91 della Francia. Anche le imprese spendono molto di più delle concorrenti straniere (13,96 contro rispettivamente 10,22 e 5,78). Le differenze appaiono evidenti anche considerando il prezzo industriale dei principali prodotti petroliferi. Al netto della componente fiscale il 2 gennaio di quest'anno in Italia si pagavano 0,452 euro per la benzina senza piombo, 0,512 per il gasolio auto e 0,498 per il gasolio da riscaldamento. Gli stessi prezzi in Francia erano uguali rispettivamente a 0,384, 0,442 e 0,449 euro mentre in Germania risultavano pari a 0,383, 0,454 e 0,423 euro.

⁵ Confindustria (2006), *Note economiche*, settembre.

⁶ Eurostat (2006), *Electricity prices for EU households and industrial consumers on July 2006*, Statistics in Focus; Unione petrolifera (2007), *Notizie statistiche petrolifere*.



Margini di miglioramento emergono anche da un esame delle potenzialità insite nelle fonti di energia rinnovabili. Negli ultimi anni, i problemi ambientali hanno posto l'attenzione sull'utilizzo dell'energia idroelettrica, geotermica, eolica, solare e su quella ottenibile dalle biomasse e dai rifiuti. I vantaggi non riguarderebbero, però, solo la qualità dell'ambiente. In paesi con una limitata disponibilità di materie prime tradizionali diviene fondamentale, anche alla luce delle recenti tensioni geopolitiche, aumentare la sostenibilità della propria struttura energetica riducendo la dipendenza dalle importazioni. Inoltre, nel medio periodo le fonti di energia rinnovabili sono considerate economicamente competitive. Nel corso degli anni si è, infatti, assistito ad una graduale riduzione dei costi di produzione. Ad esempio, la spesa per l'ottenimento di energia eolica si stima si sia ridotta del 75% dal 1973 al 2003.

In Italia il ricorso alle fonti di energia rinnovabili è rimasto praticamente invariato negli ultimi cinque anni, mantenendosi su valori intorno al 7% dei consumi totali. La forte dipendenza dalle condizioni climatiche rende la produzione di tale forma di energia molto variabile. In Italia, dopo la brusca contrazione del 2005 (-10,4%), le stime per il 2006⁷ evidenziano un aumento nella produzione del 4,5%. Tra i diversi comparti rinnovabili quello idrico rimane il più importante contribuendo per circa il 70% del totale. Il cambiamento climatico sta, però, riducendo le potenzialità di questa fonte rinnovabile. La minore disponibilità idrica ha indotto l'ENEL a ridurre il ricorso a fonti idroelettriche di circa il 20% nei mesi di gennaio e febbraio del 2007, rispetto agli stessi mesi dello scorso anno. L'eolico è quello che nel 2006 ha conosciuto il più forte incremento (+37%). L'energia prodotta dallo sfruttamento del vento rappresenta il 6,2% del totale.

Lo sfruttamento delle fonti rinnovabili è al centro del dibattito sulla futura politica energetica comunitaria. La Commissione europea ha recentemente proposto un obiettivo vincolante: nel 2020, il 20% del mix energetico complessivo dell'Unione europea dovrà provenire da fonti rinnovabili. È stato sottolineato come ciò richiederà un aumento massiccio nei tre settori che utilizzano tali energie: l'elettricità, i biocarburanti e il comparto riscaldamento/raffreddamento. L'obiettivo generale sulle fonti rinnovabili è stato affiancato da un obiettivo minimo per i biocarburanti, pari al 10%.

⁷ Presentazione del rapporto sull'attività del Gestore dei Servizi Elettrici nel 2006 tenutasi a Roma lo scorso 5 marzo.

Il credito sostiene l'economia produttiva

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

A gennaio in Italia la crescita tendenziale degli impieghi vivi bancari si è confermata robusta (+11,3%) grazie alla vivace dinamica del credito erogato alle famiglie (+10,2%) e alle società non finanziarie (+11,9%). Le banche confermano la loro rilevanza nel supporto finanziario alle imprese nel nostro paese.

La crescita dei mutui alle famiglie si mantiene dinamica sia in Italia che nell'area euro. Nel nostro paese risulta in aumento la domanda per i finanziamenti ipotecari a tasso fisso.

I dati più recenti relativi alle variabili creditizie italiane indicano il permanere in questo inizio 2007 di una robusta crescita degli impieghi bancari (+11,3% a/a a gennaio) sostenuta tanto dai finanziamenti destinati alle famiglie quanto da quelli alle imprese.

L'andamento dei finanziamenti al comparto produttivo (società non finanziarie e famiglie produttrici) nel secondo semestre 2006 ha sensibilmente accelerato concludendo l'anno con una crescita tendenziale pari al 12% circa. Si è confermata intensa la dinamica dei prestiti all'edilizia e ai servizi (superiore al 12%) ma, soprattutto, ha ripreso vivacità il credito destinato al comparto dell'industria in senso stretto (+7,4% a/a), dopo diversi anni di crescita contenuta e talvolta anche negativa.

Le imprese e il credito bancario

In Italia le banche hanno sempre avuto un ruolo di rilievo nel sostenere l'economia produttiva. Ne è testimonianza la maggiore incidenza che nel nostro paese hanno i finanziamenti alle imprese sul Pil nel confronto con i principali paesi europei. Il rapporto tra i prestiti alle imprese e il Pil in Italia raggiunge il 49,5% mentre è pari al 37,8% e al 34,6% in Francia e Germania, rispettivamente.

CAPITALIZZAZIONE DI BORSA IN % DEL PIL

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Francia	63,6	109,7	106,9	88,1	59,9	67,4	69,1	87,2	103,4
Germania	47,7	71,0	65,6	57,0	30,7	39,6	39,8	46,2	53,9
Italia	44,5	64,5	68,7	47,4	35,4	36,5	41,8	47,7	52,9

Fonte: Eurostat

E' da rilevare, invece, come le imprese italiane accedano al mercato dei capitali in misura minore rispetto ai partner europei: nel nostro paese la capitalizzazione di borsa rispetto al Pil è al 52,9%, in Germania al 53,9% e in Francia al 103,4%.

A partire dal 1998 (primo anno dal quale è possibile avere dati omogenei) il peso del credito bancario sul totale delle passività ha conosciuto andamenti variabili: tra il 1998 e il 2000, nonostante la costante crescita dell'indebitamento delle imprese l'incidenza del credito bancario sul totale delle passività del settore si è gradualmente ridotta (dal 30% al 21%) grazie alla crescita all'autofinanziamento e, in parte, anche per l'ascesa delle quotazioni azionarie che hanno contraddistinto quegli anni. Dal secondo semestre del 2000 il peso del credito bancario sul totale delle passività delle imprese ha ripreso a salire, soprattutto nella componente a breve scadenza, per la realizzazione di diverse operazioni di finanza straordinaria. In seguito, anni di congiuntura economica modesta e la necessità di ristrutturazione degli impegni finanziari hanno determinato per diversi anni la sostituzione del credito a breve con quello a medio/lungo termine. Attualmente, una situazione congiunturale più favorevole e condizioni di finanziamento rimaste su livelli relativamente contenuti stanno sostenendo la crescita di entrambe le scadenze. Alla data più recente (gennaio 2007) il credito bancario alle imprese era per il 59% a medio/lungo termine, una quota di oltre 10 punti percentuali superiore a quella del 1998.

La conferma della vivacità della crescita degli impieghi viene anche dalla recente indagine sulle condizioni del credito bancario in Italia condotta dalla Banca d'Italia, parte di una più ampia ricerca riferita all'area euro. Analogamente a quanto avviene nell'eurozona la rilevazione nazionale di gennaio prospetta per i prossimi mesi una domanda di credito robusta da parte delle imprese che intendono utilizzarlo soprattutto per la ricostituzione delle scorte e per il finanziamento degli investimenti fissi. I sette gruppi bancari italiani intervistati (rappresentativi di oltre la metà dei prestiti complessivi del paese) indicano per il credito alle imprese condizioni di offerta distese prossimi mesi, per effetto sia della pressione concorrenziale sia delle favorevoli prospettive sull'andamento dell'economia. In particolare è attesa in aumento la domanda di credito da parte delle piccole e medie imprese e l'offerta dovrebbe proporsi senza restrizioni grazie anche alle favorevoli prospettive economiche generali.

La rilevanza del credito bancario nel finanziamento dell'attività economica ha stimolato un'ampia mole di letteratura mirata a ricercare le determinanti della domanda di finanziamenti nel settore privato⁸. Alcuni studi individuano quali fattori primari dello sviluppo dei prestiti bancari sia variabili economiche (soprattutto andamento del Pil e della produzione industriale) sia i costi del finanziamento. I risultati delle analisi empiriche non forniscono tuttavia una spiegazione univoca sul modo in cui l'attività economica influenza il credito bancario.

Un interessante filone di ricerca sostiene, sorretto dall'evidenza empirica, che l'esistenza di una relazione positiva tra finanziamenti e sviluppo economico generi un ciclo virtuoso: una crescita sostenuta per le imprese si riflette in profitti più elevati che consentono di fronteggiare anche livelli di indebitamento più alti per finanziare investimenti e nuovi progetti con prospettive di futuri ulteriori guadagni.

Per contro, altri studi, basati soprattutto sull'esperienza statunitense, rilevano l'esistenza di una relazione negativa tra prestiti bancari e crescita economica. Nelle fasi di espansione del ciclo la realizzazione di crescenti profitti farebbe preferire alle imprese il ricorso a fonti interne di finanziamento e, allo stesso tempo, la riduzione dell'esposizione verso le banche o il mercato dei capitali.

Riguardo l'influenza esercitata dal costo del credito nella scelta tra le diverse forme di finanziamento da parte delle imprese i pareri appaiono più omogenei.

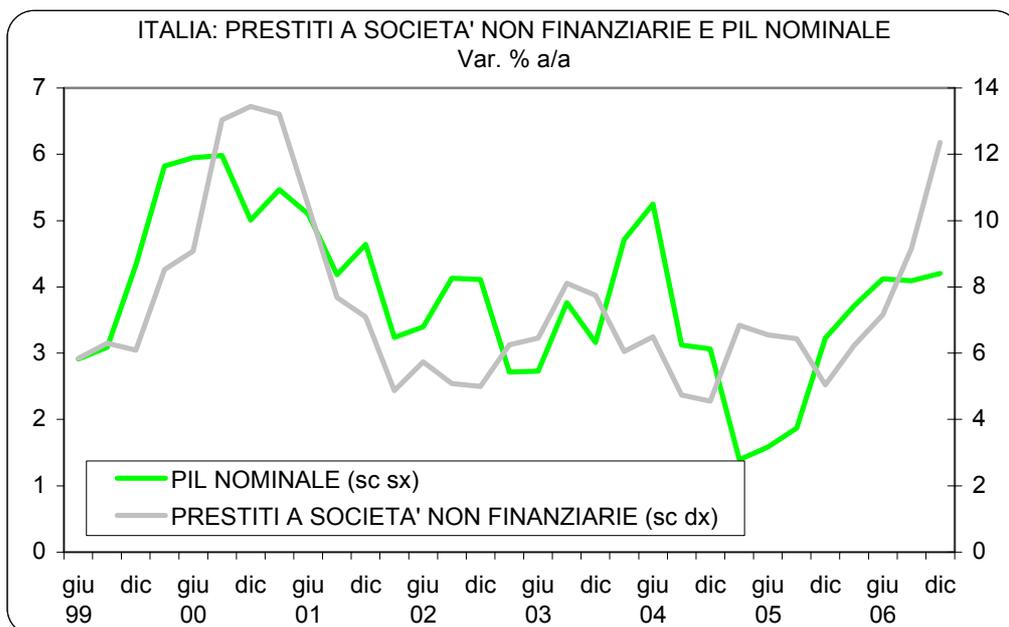
Relativamente all'Italia, l'analisi grafica dei dati relativi all'andamento del Pil e dei prestiti alle imprese evidenzia una correlazione di fondo tra andamento del credito alle imprese produttive e crescita economica. Nel corso del 2006, la netta accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie ha accompagnato la ripresa del ciclo. A livello di singole branche produttive, la crescita degli impieghi ha mostrato una crescente vivacità in particolare per il comparto dei "minerali e metalli ferrosi e non ferrosi" (+18,3% a/a a dicembre), dei "mezzi di trasporto" (+15,7% a/a), dei "prodotti in gomma e in plastica" (+10,8% a/a), dei "prodotti chimici" (+9,5% a/a) e di quelli in metallo (+11,6% a/a).

Nel corso del 2006 i tassi di interesse della BCE hanno cominciato a risalire (passando dal 2,25% di gennaio 2006 al 3,75% l'8 marzo 2007). I tassi attivi delle banche applicati alle nuove operazioni con le società non finanziarie sono saliti dal 3,56% al 4,68% nel periodo gennaio-dicembre dello scorso anno, registrando dunque solo un parziale aggiustamento ai rialzi dei parametri della politica monetaria. Il limitato trasferimento dei rincari ha favorito l'accelerazione del credito a sostegno dell'economia produttiva.

In generale, anche con riferimento all'esperienza italiana, sembra potersi confermare l'idea⁹ secondo cui i prestiti bancari possono essere utilizzati quali anticipatori del ciclo economico, anche se i dati passati sembrano giustificare questa assunzione in modo più consistente solo per il nostro paese e per la Germania.

⁸ A. Calza, C. Gartner, J. Sousa (2001) "Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area", *Bce Working Paper*, n. 55.

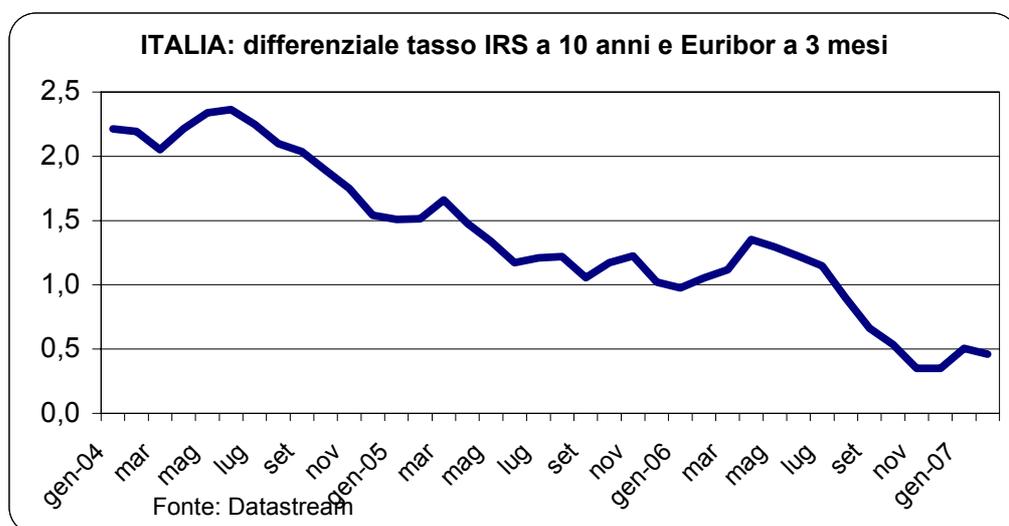
⁹ Agresti A. M., Mojon B. (2001) "Some stylized facts on the euro area business cycle", *Bce Working Paper*, n. 95.



I finanziamenti alle famiglie

In Italia a gennaio i prestiti alle famiglie confermano la crescita vigorosa (+10,2% a/a) mentre nell'area dell'euro (+7,9% a/a) il trend mostra segni di rallentamento. Assimilando i finanziamenti con un periodo di determinazione e rivedibilità del tasso fino a un anno ai mutui a tasso variabile, quelli oltre i cinque anni ai prestiti a tasso fisso e quelli tra 1 e 5 anni al tasso misto si può osservare come da alcuni anni la scelta della clientela si stia orientando maggiormente verso la sottoscrizione dei finanziamenti ipotecari a tasso fisso, tanto in Italia quanto nell'area euro. Tale circostanza si è verificata insieme alla contrazione del differenziale tra il tasso Irs a 10 anni e il tasso Euribor a tre mesi (rappresentativi rispettivamente dei tassi a lungo e a breve termine) passato dai 2,10 p.p. di febbraio 2004 a 0,46 di febbraio 2007.

In particolare, nel nostro paese la tendenza a sottoscrivere finanziamenti a tasso fisso per l'acquisto dell'abitazione risulta sensibilmente più marcata: nella seconda metà del 2006 le nuove erogazioni a tasso fisso risultano oltre un quinto del totale (erano il 6% ad agosto 2004) mentre nell'area euro l'analoga quota è passata nello stesso periodo dal 34% al 40%.



Le previsioni sui prezzi

PREZZI AL CONSUMO													
EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	98,3	98,6	99,4	99,8	100	100,1	100	100,2	100,7	101	100,8	101,1	100,0
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,5	102,5	102,6	102,7	103,1	102,2
2007	102,5	102,7	103,3	103,9	104,4	104,6	104,4	104,6	104,7	104,8	104,7	105,0	104,1
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	-0,6	0,3	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,2	0,3	0,5	0,3	-0,2	0,3	0,2
2006	-0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2
2007	-0,6	0,2	0,6	0,6	0,4	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	2,2
2006	2,4	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	2,2
2007	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	1,9	1,8	1,9
ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	98,1	98,0	99,2	100,0	100,3	100,3	100,1	99,9	100,5	101,2	101,2	101,2	100,0
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,6	102,7	102,4	102,2	102,9	103,1	103,2	103,3	102,2
2007	102,2	102,3	103,3	104,1	104,4	104,5	104,3	104,0	104,6	105,1	105,2	105,2	104,1
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,6	0,7	0,0	0,0	0,2
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	-1,1	0,1	1,0	0,8	0,3	0,1	-0,2	-0,3	0,6	0,4	0,1	0,0	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	2,0	2,0	2,2	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,6	2,4	2,1	2,2
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8	1,7	1,9	1,9	1,8	1,9
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	125,6	126	126,4	126,6	127	127	127,5	127,7	127,7	128	128,1	128,1	127,1
2006	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,4	130,2	130,4	130,5	129,8
2007	130,6	131,2	131,4	131,8	132,2	132,3	132,9	133,1	133,1	133,3	133,4	133,5	132,4
variazioni congiunturali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
2007	0,1	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
variazioni tendenziali													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1
2007	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,3	2,3	2,3	2,0

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni