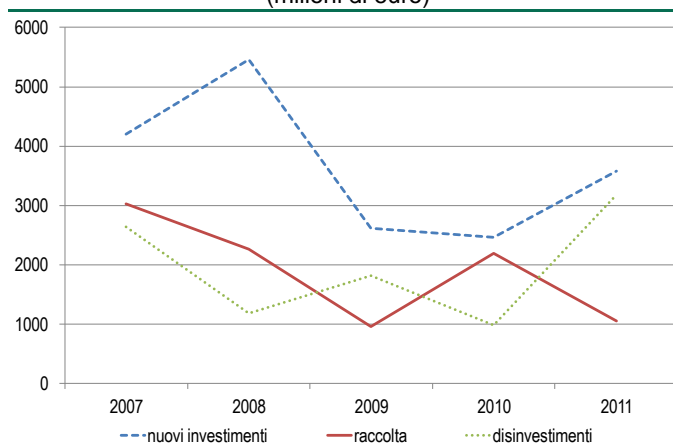


Il private equity in Italia (milioni di euro)



Fonte: AIFI.

Il *private equity* e il *venture capital* possono offrire un contributo significativo (seppure quantitativamente limitato) al superamento dell'insoddisfacente attività di investimento che caratterizza da tempo molti paesi europei, e in particolare l'Italia. I dati 2011 testimoniano che questa modalità di investimento sta superando nel nostro paese la dimensione di attività marginale occupata in passato. Nondimeno, l'attività di *private equity* non ha ancora guadagnato in Italia lo spazio rilevabile negli altri principali paesi europei.

Nel 2011 la crescita della **spesa delle famiglie** nell'area euro è stata superiore all'1% solo in cinque paesi, mentre nei restanti è variata dal -7,1% della Grecia al +0,7% di Francia, Spagna e Belgio. Dopo l'ultima recessione l'incremento medio dei consumi nella Uem è stata pressoché nullo ma è da oltre dieci anni che la dinamica gli acquisti delle famiglie si posiziona su livelli contenuti. In Italia nel 2011 la spesa dei nuclei familiari è aumentata solo marginalmente (+0,2%) e il livello dei consumi è inferiore di oltre €10 miliardi al livello del 2007. Per trovare consumi più robusti bisogna guardare fuori dai confini della Uem dove la crisi ha colpito in misura meno intensa e si riscontra un aumento di famiglie appartenenti alla classe media e di nuovi ricchi.

13

30 marzo

2012

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro - Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Il *private equity* guadagna spazio anche in Italia

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

Da tempo i paesi europei sono caratterizzati da una insoddisfacente attività di investimento. Nel 2011 il flusso di investimenti fissi realizzati nell'area euro risultava (in volume) inferiore del 14% al corrispondente dato del 2007. Nel caso dell'Italia il ritardo è anche più ampio (-17%). Il *private equity*¹ e il *venture capital* possono offrire un contributo significativo (seppure quantitativamente limitato) al superamento di questo tipo di problema.

Lo sviluppo in Italia del *private equity* si presenta confortante. I dati 2011 testimoniano che questa modalità di investimento ha superato la dimensione di attività marginale occupata in passato: a fine anno il settore risultava titolare di circa 1300 investimenti (79 all'estero) distribuiti su oltre 1100 società, per un controvalore superiore ai €20 miliardi. Nondimeno, l'attività di *private equity* non ha ancora guadagnato in Italia lo spazio rilevabile negli altri principali paesi europei.

Analogamente a quanto sperimentato con successo altrove, sono stati previsti in Italia benefici fiscali per gli investitori di *venture capital*. Inoltre nel 2010 la Cassa Depositi e Prestiti e alcune banche hanno costituito il Fondo Italiano d'Investimento con una dotazione di €1,2 miliardi.

La Commissione Europea è decisa a migliorare la normativa in tema di *venture capital*. Alla fine del 2011 è stata messa a punto una proposta di regolamento, che dovrebbe entrare in vigore tra il 2013 e il 2014, dopo il via libera del Consiglio e del Parlamento europeo.

Una debole attività d'investimento in Europa e soprattutto in Italia

Da alcuni anni i paesi europei sono caratterizzati da una insoddisfacente attività di investimento: il flusso degli investimenti fissi lordi realizzati nell'area euro nel 2011 risulta (in volume) inferiore del 14% al corrispondente dato del 2007, l'anno dello scoppio della crisi finanziaria. Il gap è negativo per appena l'1% nel caso della Germania, dell'8% per la Francia, del 17% per l'Italia (stesso consuntivo del Regno Unito), del 29% per la Spagna. Irrobustire l'attività d'investimento è non solo essenziale

¹ Il termine *private equity* identifica l'apporto di risorse finanziarie, per un arco temporale medio-lungo, in imprese dotate di un progetto e di un potenziale di sviluppo dimensionale e reddituale tali da consentire un guadagno in conto capitale in sede di dismissione della partecipazione. La definizione di *private equity* include due tipologie di investimento: la prima (operazioni di *venture capital*) si rivolge a imprese giovani e con elevate prospettive di crescita, che difficilmente sarebbero in grado di reperire capitale di rischio con mezzi tradizionali; nella seconda tipologia di investimento rientrano operazioni verso imprese più grandi, spesso caratterizzate da abbondanti risorse finanziarie. Le singole operazioni d'investimento vengono definite in base alla fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa target al momento dell'acquisizione: *early stage financing* (prime fasi di vita dell'impresa) distinguibile, a sua volta, in *seed financing* (finanziamento all'idea) e *start-up financing* (finanziamento all'avvio); *expansion financing* (sostegno dei programmi di sviluppo in imprese già operanti sul mercato); *replacement capital* (ristrutturazione della compagine azionaria tramite la sostituzione di uno o più soci); *buy out* (inserimento nella proprietà di manager interni (*management buy in*) o esterni (*management buy out*), a seguito di operazioni che usualmente fanno ampio ricorso allo strumento della leva finanziaria (*leveraged buy out*); *turnaround* (ristrutturazione di imprese in crisi); *cluster venture* (raggruppamento di più imprese indipendenti, integrabili perché caratterizzate da similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie).

per rendere più solido l'atteso processo di ripresa ma anche circostanza importante per accrescere le occasioni di innovazione nel processo produttivo².

Pur nell'ambito di un fenomeno largamente condiviso, quindi, l'Italia è in Europa tra i paesi nei quali il problema assume maggiore gravità³. Sulle cause di questa indebolita propensione all'investimento le opinioni sono diverse. Certamente pesa lo sfavorevole andamento della domanda. A questo si aggiunge il sempre più grave problema del ritardo dei pagamenti (una stima recente parla di 100mila imprese e 100 miliardi, 70 miliardi se si escludono i circa 30 miliardi di crediti fiscali). Il flusso degli investimenti ha poi certamente risentito dei processi di delocalizzazione produttiva (secondo una recente nota dell'ISTAT le imprese a controllo nazionale residenti all'estero hanno superato nel 2009 le 21.000 unità con circa 1,5 milioni di addetti).

Queste circostanze, pur importanti, non sembrano tuttavia ancora in grado di spiegare interamente il fenomeno alla cui origine s'intuisce un possibile indebolimento dello spirito imprenditoriale. L'attività di investimento del *private equity* e del *venture capital* può offrire un contributo significativo (seppure quantitativamente limitato) al superamento di questo tipo di problema. Indagini sul campo⁴, infatti, hanno ripetutamente mostrato che l'ingresso dei fondi di *private equity* determina nell'impresa significative modifiche alle strategie di crescita, nella tipologia di prodotti offerti, nel marketing e nelle modalità distributive. D'altra parte caratteristica distintiva del *private equity* è l'apporto sia di mezzi finanziari sia di *know how* tecnico-manageriale, con un contributo attivo alla gestione strategica ed un controllo esercitato tramite una costante azione di monitoraggio.

L'attività di *private equity* e *venture capital* in Italia

Lo sviluppo in Italia del *private equity* e del *venture capital* si presenta confortante. I dati 2011 testimoniano che questa modalità di investimento ha superato la dimensione di attività marginale occupata in passato: a fine anno, il settore risultava titolare di circa 1300 investimenti (79 all'estero) distribuiti su oltre 1100 società, per un controvalore (partecipazioni valutate al costo) superiore ai €20 miliardi. Nondimeno, l'attività di *private equity* non ha ancora guadagnato in Italia lo spazio rilevabile negli altri principali paesi europei: nella graduatoria avente come riferimento il flusso annuo di investimenti il nostro paese occupa (2010) solo l'ottavo posto con una quota di poco superiore al 2% del totale dei paesi Ue⁵. Lo scenario non cambia se si focalizza l'attenzione sul solo *venture capital* (*seed investment* e *start-up*): nel 2010 sono stati avviati in Italia 106 investimenti per un controvalore di €89 milioni contro i 262/€121 milioni in Spagna, i 458 /€605 milioni in Francia, i 657/€379 milioni in Germania.

L'attività di investimento e raccolta del *private equity* in Italia ha mostrato in questi ultimi anni chiari segni di vitalità: nel quinquennio 2007-11 quasi 1600 nuovi investimenti per un ammontare complessivo di oltre €18 miliardi, circa 800 operazioni

² L'edizione 2011 dell'Innovazione Union Scoreboard appena completato dalla Commissione Europea posiziona nuovamente l'Italia tra i paesi con attività d'innovazione solo moderata, lontana dalla media Ue, oltre che da Francia, Germania e Regno Unito.

³ In Italia il tasso di ammortamento, intorno al 6% del fatturato negli anni novanta, dal 2003 ha cominciato a scendere fino al 3,7% nel 2010. Le aziende, quindi, allungano il ciclo di vita dei macchinari anche dopo che l'investimento è stato completamente ammortizzato. Tra il 1993 e il 2010 la vita media del patrimonio tecnico è passata da meno di 10 anni a quasi 17.

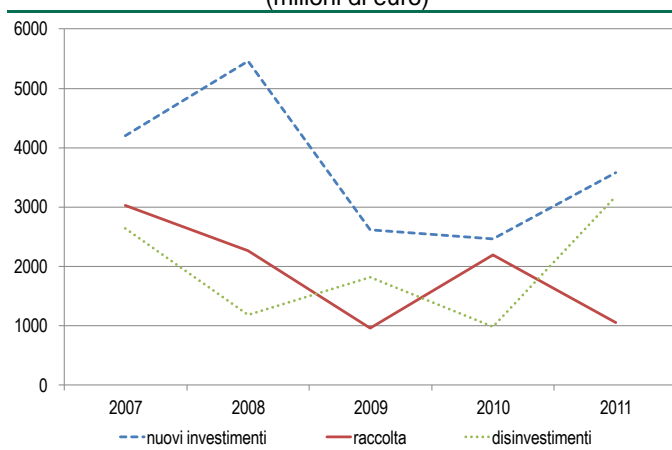
⁴ Cfr., ad esempio, AAVV, Il *private Equity* in Italia, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza n.41 febbraio 2009.

⁵ Cfr. EVCA, Yearbook 2011.

di disinvestimento per un importo prossimo a €10 miliardi, la raccolta di nuove risorse da investire per €9,5 miliardi.

La valutazione si conferma favorevole se dalla dimensione aggregata si passa al dettaglio degli investimenti: nel 2011, il 76% e l'84% delle operazioni hanno, rispettivamente, riguardato aziende con un fatturato non superiore a €50 milioni e imprese con meno di 250 addetti⁶. Forte, seppure non esclusivo, si conferma il legame tra *venture capital* e imprese *high tech* in fase di crescita. Nel quinquennio 2006-10, su un totale di circa 420 investimenti *early stage* quelli che hanno avuto come oggetto imprese qualificabili come *high-tech* sono stati il 60%. Alcuni osservatori ritengono che questa quota potrebbe crescere ulteriormente se aumentassero le società di *venture capital* specializzate, una carenza questa che costringe spesso i gestori ad occuparsi di settori molto diversi tra loro. In effetti, nel 2010 le società di *venture capital* specializzate operanti in Italia risultavano essere appena 13 con quota sul totale degli investimenti inferiore al 4% rispetto a 67-11% in Francia e 124-37% in Germania.

Il private equity in Italia (milioni di euro)



Fonte: AIFI

Il consuntivo degli anni più recenti è tanto più apprezzabile alla luce sia della gravità della crisi economico-finanziaria sia del limitato "traino pubblico". Se un paese come la Francia si colloca (2010) al secondo posto in Europa per investimenti annui è anche perché il suo mercato del *venture capital* negli ultimi dieci anni è stato fortemente favorito da specifici interventi governativi, tra cui in particolare: una decisa politica di defiscalizzazione per facilitare la raccolta di fondi; un ampio intervento della Caisse de Dépôts sia come fondo di fondi (in dieci anni di attività ha investito in oltre 195 fondi di *venture capital* che hanno, a loro volta, realizzato interventi in 2.650 società) sia come investitore diretto in *start-up* (in media, ogni anno €60 milioni di investimenti).

L'Italia si sta muovendo su una strada simile. In primo luogo, dal 2010 è attivo il Fondo Italiano di Investimento (FII) con una dotazione di capitale di €1,2 miliardi, sottoscritto dalla Cassa Depositi e Prestiti e da otto tra i maggiori gruppi bancari. Il FII, che opera sia come investitore in fondi di *venture capital* sia come investitore diretto, a fine 2011

⁶ A livello europeo un organico inferiore a 250 persone e un fatturato non superiore a 50 milioni di euro sono i due parametri essenziali che identificano le PMI.

proponeva questo consuntivo: 18 investimenti diretti e 9 operazioni di finanziamento di fondi (più due operazioni in corso di perfezionamento) per un totale di €417 milioni. Attualmente gli investimenti in fondi di *venture capital* rappresentano il 65% degli impieghi complessivi. L'obiettivo è impegnare tutta la dotazione nel giro di tre anni con un rapporto 2:1 tra investimenti diretti e indiretti (quindi, €800 milioni i primi, €400 i secondi). Il FII è un fondo chiuso che opera in un'ottica di medio-lungo periodo, investendo in aziende con fatturato tra 10 e 100 milioni. Per poter intensificare gli investimenti in start-up (stanziati 50 milioni di euro) si è recentemente proceduto ad una modifica del regolamento abbassando il limite inferiore dell'intervallo di fatturato prima indicato.

In secondo luogo, anche in Italia si sta percorrendo la strada dell'incentivazione fiscale. Per ultimo, l'articolo 31 del DL 98/2011 del luglio scorso ("Disposizioni urgenti per la stabilizzazione finanziaria") introduce una detassazione dei redditi conseguiti dai sottoscrittori di fondi di *venture capital* specializzati nelle fasi iniziali di «lancio» delle nuove imprese. A poter beneficiare dell'agevolazione, infatti, sono i fondi di *venture capital* che investono almeno il 75% delle loro risorse in società non quotate, con non più di tre anni di vita, che si trovino nella fase di sperimentazione (*seed financing*), di costituzione (*start-up financing*), di avvio dell'attività (*early stage financing*) o di sviluppo del prodotto (*expansion financing*).

Infine, è da ricordare che alla fine del 2011 erano attribuibili ad operatori pubblici 432 investimenti, un terzo del totale degli investimenti nel portafoglio degli operatori di private equity italiani, realizzati in 414 diverse società. Secondo una ricerca dell'AIFI è in fase di sviluppo un "*venture capital* locale" perché una parte importante dei fondi investiti proviene da stanziamenti di organismi pubblici (regioni, province, comuni e camere di commercio) con investimenti prevalentemente indirizzati soprattutto a piccole *start-up*.

A fine 2011 le società di *private equity* italiane avevano disponibili €5,9 miliardi per ulteriori investimenti. E' indubbio che nell'attuale fase storica non siano poche le imprese che registrano un'ampia disponibilità di risorse investibili⁷. L'insieme delle società di *private equity* operanti a livello mondiale avrebbero in cassa circa \$ 1.000 miliardi. L'incertezza della congiuntura economica e la difficoltà di definire strategie per il lungo termine frenerebbero i progetti di espansione e/o determinerebbero un allungamento dei tempi delle trattative, con un conseguente accumulo di fondi nelle casse dei potenziali investitori.

Questa spiegazione di carattere congiunturale ha una validità solo limitata nel caso del *private equity* italiano che da tempo registra disponibilità investibili rilevanti: €8,1 miliardi a fine 2010, €7,3 miliardi nella media del triennio 2008-10. Il fenomeno appare in fase di ridimensionamento, oltre che in termini assoluti, anche in termini relativi: rapportate all'ammontare degli investimenti in essere, le disponibilità investibili risultano nel 2011 pari al 29%, rispetto al 38% del periodo 2008-10 e al 47% nel biennio 2006-07. Pur non negando un ruolo a fattori di carattere congiunturale, in Italia il fenomeno sembra avere cause più strutturali tra le quali le più importanti potrebbero essere le seguenti: una insufficiente crescita della struttura del settore (ad esempio, sottodimensionamento della capacità di selezione) e/o una persistente diffidenza del

⁷ Secondo una recente indagine (cfr. Financial Times del 29 febbraio 2012) il rapporto tra cassa e passività a breve termine è negli Stati Uniti al livello più alto dal 1955; nel Regno Unito le imprese avrebbero in cassa oltre £ 700 miliardi (cfr. The Economist, 17 marzo 2012). A livello mondiale le disponibilità prontamente investibili delle imprese supererebbero i \$ 4 trilioni.

mondo imprenditoriale all'ingresso di nuovi investitori. Questa diffidenza non è complessivamente inaspettata considerando da un lato la frequente natura familiare dell'assetto proprietario delle imprese italiane, dall'altro la maggiore trasparenza che l'ingresso di nuovi azionisti comporta.

Anche la Ue punta sul *venture capital*

Rispetto allo scenario americano, l'Europa sconta un ritardo molto significativo: posto pari a 100 il rapporto tra investimenti di *venture capital* e Pil negli Stati Uniti, l'Europa è intorno a 50 (l'Italia intorno a 15, i paesi del Nord Europa non lontani da 200). Nel 2010 le *start-up* che hanno raccolto finanziamenti di *venture capital* di ammontare superiore ai \$5mln nel quinquennio 2006-10 sono state negli Stati Uniti cinque volte più numerose di quelle registrate in Europa (6.730 rispetto a 1.222).

La Commissione Europea è decisa a ridimensionare questa distanza nella convinzione che il *venture capital* possa dare un importante contributo al processo di crescita. Da tempo l'European Investment Fund opera come fondo di fondi: a fine 2009 finanziava oltre 300 fondi di *venture capital* (tutti di dimensioni relativamente grandi) per un totale di oltre €4,1 miliardi. Questo importo, pur importante, è tuttavia pari solo ad una frazione delle risorse annualmente messe a disposizione dagli investitori privati di *private equity*.

Il progetto di unificare il mercato europeo del *venture capital* ha fatto sostanziali passi in avanti. L'attuale frammentazione del mercato europeo si traduce in costi aggiuntivi per i fondi che tentano di estendere la raccolta di capitali oltre confine, attività a livello continentale oggi ferma al 12%. Solo nove Paesi hanno adottato una regolamentazione *ad hoc* per i fondi di *venture capital* e nella maggior parte dei casi si tratta di norme diverse da Stato a Stato.

Alla fine del 2011 è stata messa a punto una proposta di regolamento, che dovrebbe entrare in vigore tra il 2013 e il 2014, dopo il via libera di Consiglio e Parlamento europeo. La proposta della Commissione Ue mira a creare un pacchetto di regole comuni e un regime che differenzi l'attività del settore dagli altri strumenti finanziari. Per ottenere il passaporto di "Fondo di *venture capital* europeo" l'operatore deve investire il 70% del capitale in Pmi non quotate, fornire loro capitale fresco e non ricorrere all'indebitamento.

Per completare il progetto di un vero mercato unico europeo del capitale di rischio, tuttavia, manca un ultimo tassello: la rimodulazione del trattamento fiscale per evitare la doppia imposizione dei fondi che operano in più Paesi.

Spesa delle famiglie a più velocità

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

Nel 2011 la spesa reale delle famiglie dell'area euro è cresciuta in misura marginale (+0,2%). Tra le principali economie dell'area solo quella della Germania ha avuto un andamento relativamente marcato (+1,5%). Nella maggior parte dei paesi dell'area euro la variazione reale annua degli acquisti dei nuclei familiari è stata deludente con un ampio campo di variazione che va dal -7,1% della Grecia al +4,2% dell'Estonia. Come nella Uem anche in altre economie avanzate il livello dei consumi nel 2011 è stato appena (e non sempre) superiore ai livelli pre-crisi.

Uno studio della Bce ha indagato la capacità dell'indice di fiducia dei consumatori di anticipare l'andamento della spesa. La relazione positiva risulta significativa soprattutto a distanza di un anno. Nel complesso una crescita moderata dei consumi per le famiglie dell'area euro è prevista solo nel 2013.

Per osservare dinamiche significative degli acquisti delle famiglie bisogna guardare alle economie in una fase di sviluppo più recente che hanno risentito in misura più contenuta degli effetti della recente fase recessiva. Nei paesi BRIC l'andamento dei consumi delle famiglie è variato dal 4,1% del Brasile al 16,5% della Cina.

In Italia nel 2011 la spesa delle famiglie è rimasta pressoché invariata (+0,2%). La flessione degli acquisti di beni è stata compensata da quella per i servizi. L'andamento degli investimenti delle famiglie è risultato più dinamico (+3,4%) ma al di sotto delle variazioni registrate negli anni pre-crisi. Evidenze della moderazione della spesa per consumi e investimenti viene dall'andamento delle erogazioni per mutui e credito al consumo che nel 2011 risultano in flessione (-6,2% e -8,5% rispettivamente).

Spesa delle famiglie: moderata nelle economie mature e in accelerazione nei paesi in una più recente fase di sviluppo

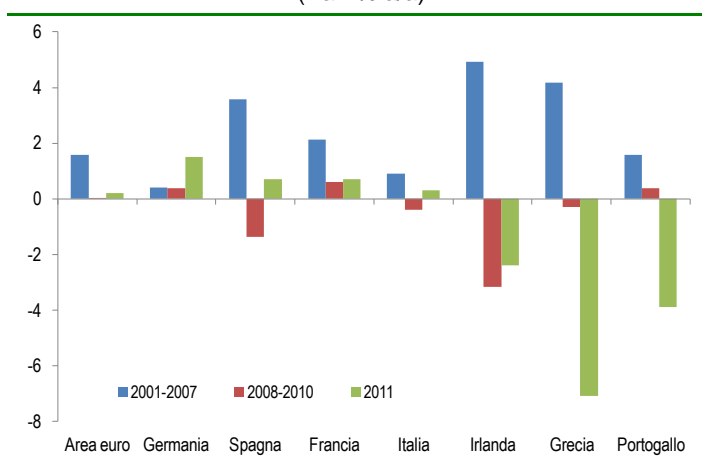
Sull'attenuazione della crescita economica dell'area euro nel 2011 (+1,4%, dopo un +1,9% a/a nel 2010) ha continuato a pesare il debole andamento della spesa delle famiglie (0,2% nel 2011, +0,9% nel 2010), una voce che nella Uem rappresenta il 56% del prodotto complessivo. Il contributo dell'aggregato alla variazione del Pil è sceso a 0,2 punti percentuali, il valore più basso dall'inizio della rilevazione (1996) ad esclusione del 2009 (-0,7 p.p.).

La moderata dinamica della spesa dei nuclei familiari dell'eurozona risulta però essere un fenomeno di lungo periodo: negli ultimi dieci anni, fatta eccezione per il 2006, l'incremento reale non è mai stato superiore al 2%. L'avvio della crisi ha costituito uno spartiacque tra una dinamica modesta (+1,6% in media nel periodo 2001-07) e una non-crescita visto che la variazione media degli ultimi quattro anni è stata solo marginale (+0,1%). Ovviamente i dati del complesso dell'eurozona nascondono esperienze diverse come quelle di Irlanda, Grecia e Spagna, dove a sviluppi robusti nella prima parte degli anni Duemila (+4,9%, +4,2% e +3,9% rispettivamente) sono seguite sensibili cadute (-3%, -2%, -1% rispettivamente).

Nell'anno appena concluso la dinamica degli acquisti delle famiglie nei singoli paesi dell'area euro mostra un andamento moderato nella maggior parte delle economie: sei paesi hanno registrato variazioni negative, sei inferiori all'1% e solo in cinque paesi la crescita ha superato l'1%.

Spesa delle famiglie

(Var. % a/a)

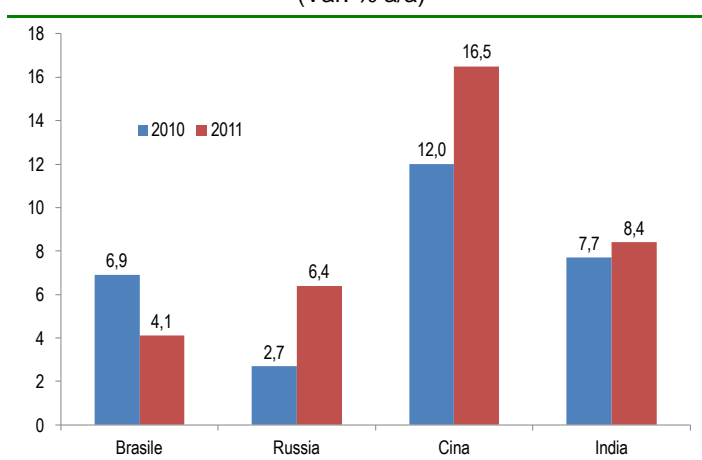


Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Anche in altri paesi avanzati il ridimensionamento dei consumi dei nuclei familiari all'indomani della crisi è stato un fenomeno significativo. Negli Stati Uniti sebbene l'andamento degli acquisti delle famiglie nel 2011 sia risultato in accelerazione rispetto all'anno precedente (+2,2%, +2% nel 2010) esso ha seguito comunque un ritmo di crescita più moderato se confrontato con quello degli anni pre-crisi (2001-07), quando l'espansione media era stata pari al 3%. In Giappone la spesa delle famiglie nel 2011 è rimasta invariata rispetto all'anno precedente segnando un peggioramento rispetto al già contenuto ritmo dei primi sette anni del Duemila, quando l'incremento reale medio dei consumi delle famiglie nipponiche approssimava l'1%. Nel Regno Unito gli acquisti delle famiglie nel 2011 sono diminuiti (-0,8%) per la terza volta negli ultimi quattro anni, un trend che secondo alcune previsioni dovrebbe confermarsi anche nell'anno in corso, seppure in misura meno intensa (-0,5%); anche in questo caso il divario con le abitudini di spesa pre-crisi è rilevante visto che la crescita annua media nel periodo 2001-2007 è stata del 3%.

BRIC: spesa delle famiglie

(Var. % a/a)



Fonte: statistiche nazionali

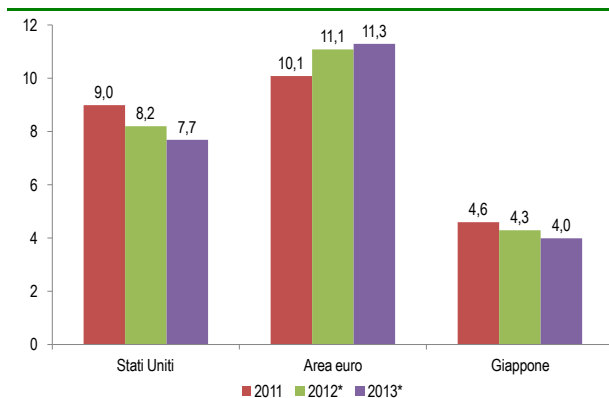
Altra storia descrivono le dinamiche di consumo delle famiglie dei paesi che si trovano in una fase di sviluppo più recente e che hanno risentito meno degli effetti della scorsa fase recessiva. Nel 2011 in Russia il trend dei consumi privati si è rafforzato (+6,4%, +2,7% nel 2010), come pure in Cina (+16,5%, +12% nel 2010) e in India (+8,4%, 7,7% nel 2010), mentre in Brasile si è confermato sostenuto, pur rallentando rispetto all'anno precedente (4,1%, +6,9% nel 2010).

Previsioni di crescita ancora modeste per i prossimi anni

L'ampia letteratura relativa alle diverse teorie sulla propensione al consumo concorda nell'attribuire un ruolo determinante al reddito corrente, alla ricchezza e alle aspettative, fattori che attualmente nelle economie mature mostrano in misura più o meno marcata segnali di debolezza. Le previsioni di crescita della spesa dei nuclei familiari in diversi paesi indicano infatti per il prossimo biennio uno sviluppo solo moderato.

Tasso di disoccupazione

(Val. %)



*: previsioni

Spesa delle famiglie

(Var. % a/a)



*: previsioni

Negli Stati Uniti la ricchezza finanziaria e reale delle famiglie è ancora inferiore ai valori del 2007 (-4,9% e -22% rispettivamente), così come in Giappone (-3,2% le attività finanziarie e oltre il -10% le quotazioni immobiliari) e nel Regno Unito. L'incremento di entrambe le tipologie di attività dell'area euro è stato marginale (+1,2% per entrambe) ma sull'area pesano le negative prospettive del mercato del lavoro a differenza del miglioramento accreditato nelle altre zone.

Oltre a non poter contare sull'effetto ricchezza da rivalutazione delle attività reali e finanziarie le famiglie delle principali aree ad economia avanzata sono alle prese con un andamento piuttosto debole del reddito disponibile, un fenomeno che si protrae ormai da diversi anni e che non potrà non riflettersi sui programmi di spesa delle famiglie. Secondo la Bce la spesa per consumi nell'area euro continuerà ad essere debole nel prossimo futuro condizionata principalmente dall'andamento del reddito reale sul quale pesano sia il rincaro di beni alimentari e energetici sia le condizioni del mercato del lavoro. Considerato quanto l'evoluzione dei consumi sia importante per la crescita complessiva di un paese la Bce ha cercato di misurare quanto gli indicatori di fiducia dei consumatori possano essere anticipatori dell'andamento futuro degli

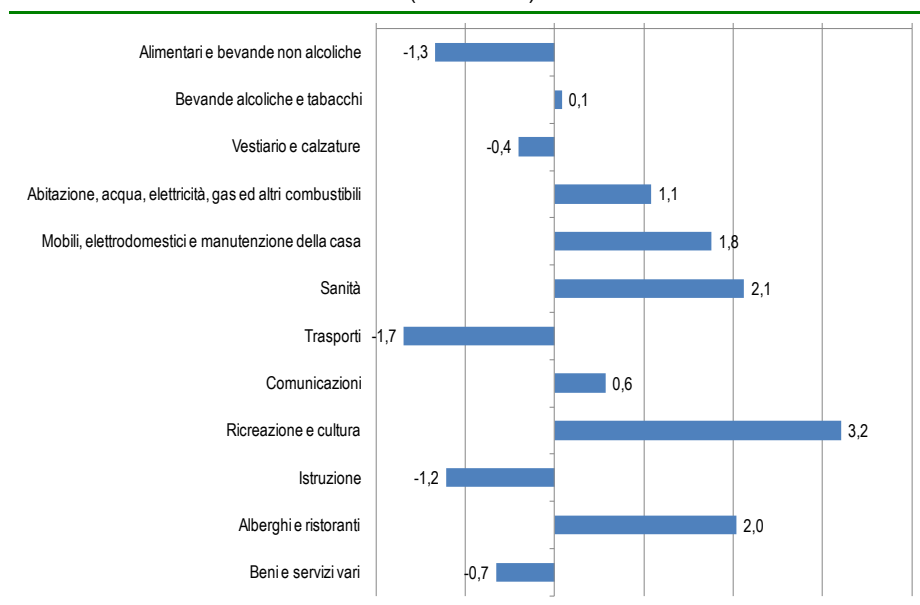
acquisti. L'analisi¹ effettuata per le principali economie dell'area euro, oltre a sottolineare come la correlazione tra le due grandezze sia divenuta più significativa nell'attuale fase congiunturale rispetto al passato, ha evidenziato come il legame risulti piuttosto elevato in Spagna (75%), Francia (63%) e Italia (60%) e più contenuto in Germania (34%) arrivando poi a concludere come le rilevazioni attuali considerate in combinazione con altri indicatori tendano ad indicare aspettative di crescita solo nel medio periodo.

I consumi in Italia

In Italia nel 2011 la crescita della spesa delle famiglie è stata pari allo 0,2%, in rallentamento rispetto all'anno precedente (+1,2%). La riduzione degli acquisti di beni di consumo (durevole: -1,8%, semi-durevole: -0,3%, non durevole: -0,7%) è stata compensata dall'incremento della spesa per i servizi (+1,5%). In valori assoluti l'ammontare dei consumi nell'anno appena passato (€867 miliardi) è stato di oltre 10 miliardi inferiore a quello del 2007. Gli acquisti di alimentari, vestiario, istruzione e trasporti hanno subito una contrazione che nel caso dei trasporti si aggiunge al trend negativo dei tre anni precedenti. Incrementi relativamente significativi della spesa hanno riguardato l'arredamento, la sanità, la ricreazione e la ristorazione.

Italia: consumi delle famiglie nel 2011

(Var. % a/a)



Fonte: Istat

Studi comparativi tra diversi paesi hanno evidenziato come in Italia l'effetto ricchezza influisca in misura solo contenuta sull'andamento dei consumi, mentre maggiori informazioni relative alle intenzioni di acquisto delle famiglie si possono cogliere da alcuni indicatori congiunturali. L'indice di fiducia delle famiglie, in miglioramento rispetto ai mesi precedenti ma distante dai livelli pre-crisi, evidenzia attraverso le componenti che concorrono alla definizione complessiva dell'indicatore alcuni segnali di

¹ Bce, *Gli andamenti recenti del clima di fiducia dei consumatori e relazione con i consumi privati*, Bollettino mensile, marzo 2012.

preoccupazione. Risultano infatti in peggioramento le attese sulla situazione economica per i prossimi mesi e sulla disoccupazione, mentre la maggior parte delle intenzioni di effettuare spese rilevanti come quella per l'autovettura, l'abitazione e la manutenzione sono ancora fortemente sfavorevoli. In effetti le uscite delle famiglie per investimenti risultano aumentare a ritmi più contenuti rispetto al passato (+3,4% a/a in media nei primi tre trimestri 2011, +4,3 nel 2007) e un segnale del rallentamento è evidente dall'andamento dei finanziamenti alle spese delle famiglie: nel 2011 la variazione dei nuovi prestiti per mutui è stata del -6,2% (+7,1% nel 2010) e quella destinata al credito al consumo del -8,5% (-7,5% nel 2010).

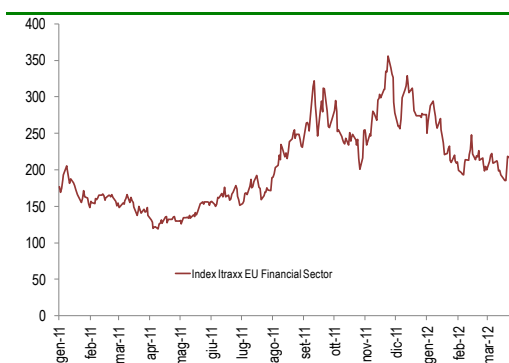
Al di là del quadro che si desume dagli aggregati economici e finanziari relativi alle famiglie le crescenti difficoltà dei nuclei italiani emergono anche dall'indagine campionaria periodica della Banca d'Italia² che raccoglie informazioni sulle percezioni soggettive del benessere. Nell'ottica di misurare, parzialmente, la "felicità" è stata chiesta una valutazione del grado di difficoltà di arrivare alla fine del mese con il reddito che si aveva a disposizione. Nel 2010 il 29,8% delle famiglie italiane riteneva le proprie entrate insufficienti a far fronte alle spese mentre solo il 10,5% le reputava più che sufficienti e poco meno del 60% indicava una situazione intermedia. Nel confronto storico la quota delle risposte relative a questa categoria (che comprende "con qualche difficoltà" e "abbastanza facilmente") risultano in discesa a favore soprattutto delle classi di giudizio negative.

Nei prossimi anni i consumi più dinamici potrebbero realizzarsi al di fuori dei confini europei considerando che una quota sensibilmente crescente di HNWI (High Net Worth Individual) si concentra maggiormente nell'America del nord e in Asia ma che una classe media in espansione è diffusa soprattutto nelle economie emergenti.

² *I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2010*, Supplementi al Bollettino Statistico, Indagini campionarie, gennaio 2012.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

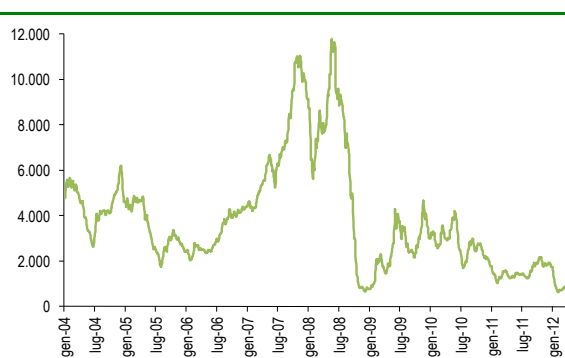
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio nell'ultima settimana salgono da 186 a 210.

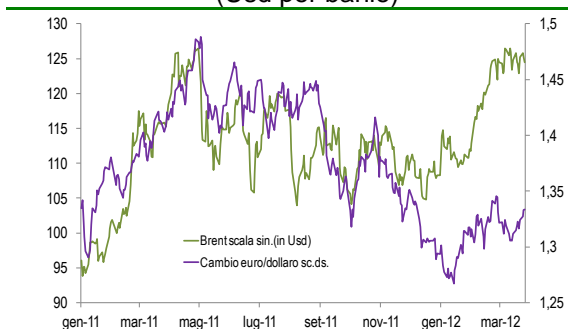
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice dei noli marittimi, in lieve risalita, permane intorno ai livelli minimi del 2008.

**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent
(Usd per barile)**



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ sale a 1,33. Il petrolio qualità Brent quota 124\$ al barile.

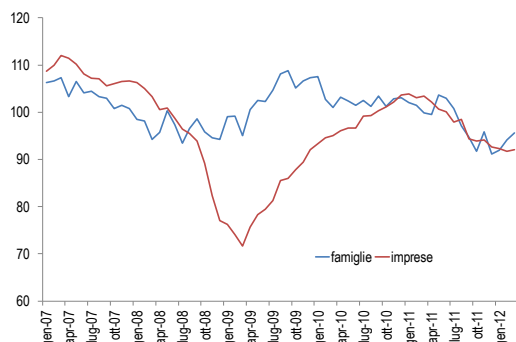
**Prezzo dell'oro
(Usd l'oncia)**



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro sale nell'ultima settimana da 1.654 a 1.673 Usd l'oncia.

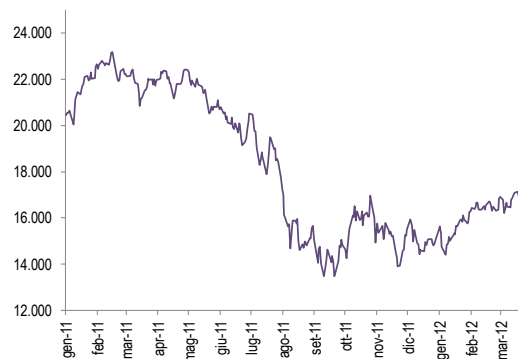
Italia: indici di fiducia



Fonte: Thomson Reuters

Nel mese di marzo l'indice di fiducia delle famiglie sale a 95,6 da 94,1; in lieve ripresa anche quello delle imprese (92,1 da 91,7).

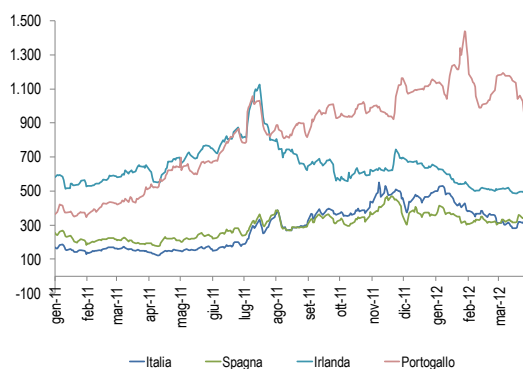
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Mib passa da 16.735 a 16.452.

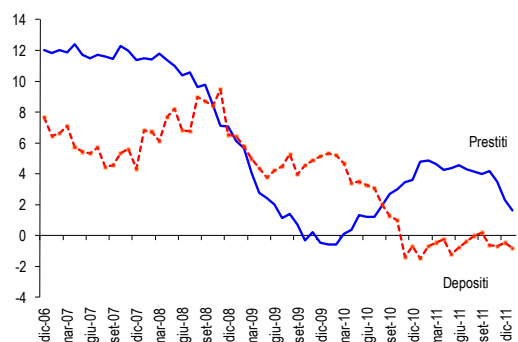
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania
(punti base)**



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund, sono pari a 927 pb per il Portogallo, 495 pb per l'Irlanda, 325 pb per l'Italia e 347 pb per la Spagna.

**Italia: prestiti e depositi
(var. % a/a)**



Fonte: Banca d'Italia

A gennaio il trend di crescita dei prestiti si attenua ulteriormente (+1,6% a/a) e la variazione dei depositi rimane negativa.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.