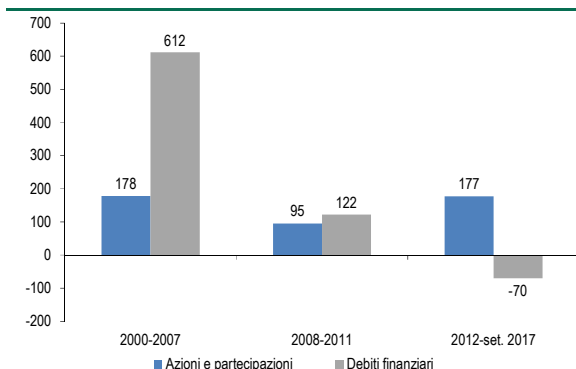
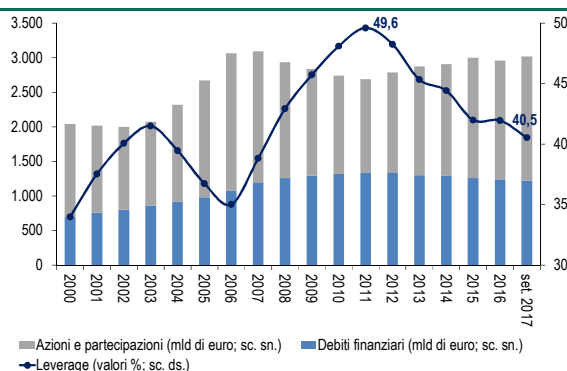


Debito e patrimonio nei conti finanziari delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro; flussi; valori cumulati)



Il grado di indebitamento delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Il sistema produttivo italiano appare oggi più solido. I dati di bilancio delle imprese mostrano un miglioramento delle condizioni economiche ed un rafforzamento di quelle finanziarie, sebbene rimangano alcune criticità. I volumi sono cresciuti, ma la redditività rimane bassa. Le imprese mostrano una difficoltà nel contenere l'aumento del costo del lavoro, mentre beneficiano del calo degli interessi e delle tasse.

Gli investimenti hanno recuperato, ma la loro dinamica rimane non soddisfacente. Negli ultimi nove anni, i nuovi investimenti non sono stati neanche sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale misurato dall'ammortamento. Una criticità che non è il risultato della mancanza di risorse, come mostrato dalla politica dei dividendi o dalle ingente liquidità accantonata nei depositi. Pesa l'incertezza sul futuro, ma rileva anche il processo di internazionalizzazione che ha spinto le imprese a destinare una crescente attenzione verso paesi e mercati esteri.

Dallo scoppio della seconda recessione, **le imprese italiane hanno iniziato un processo di graduale rafforzamento patrimoniale, aumentando il capitale e riducendo i debiti.** Tra il 2012 e settembre 2017, i debiti finanziari sono stati ridotti di 70 miliardi di euro, mentre l'apporto di nuovo capitale ha quasi raggiunto i 180 miliardi. Oltre ad aver ridotto i debiti, le imprese italiane ne hanno anche modificato la composizione: i finanziamenti bancari sono stati ridotti di 150 miliardi, mentre il valore delle obbligazioni è aumentato di oltre 60.

n. 20

25 maggio 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Uno scenario di luci, con alcune ombre, per le imprese italiane

P. Ciocca  paolo.ciocca@bnlmail.com

Il sistema produttivo italiano appare oggi più solido. I dati di bilancio delle imprese mostrano un miglioramento delle condizioni economiche ed un rafforzamento di quelle finanziarie. Permangono, però, alcune criticità. I volumi sono cresciuti, ma la redditività rimane bassa. Nel confronto con il 2008, il valore della produzione presenta un ritardo del 2%, a fronte di un calo dei costi produttivi vicino al 6%, segnalando un miglioramento dell'efficienza. Le imprese italiane mostrano, però, una difficoltà nel contenere l'aumento del costo del lavoro, arrivato ad assorbire il 56% del valore aggiunto, mentre hanno tratto beneficio dal calo degli interessi pagati sui propri debiti, scesi in nove anni da 75 a 16 miliardi, e dal taglio delle tasse, passate da 75 a 50 miliardi.

La lettura dei conti delle imprese conferma, però, come, nonostante il recupero degli ultimi anni, gli investimenti presentino una dinamica non ancora soddisfacente. Nel 2017, le società non finanziarie italiane hanno effettuato 165 miliardi di euro di investimenti, 27 più del minimo del 2013, ma 7 meno del massimo del 2007. La propensione ad investire, data dal rapporto tra investimenti e valore aggiunto, rimane oltre due punti percentuali sotto il valore precedente la crisi. Nel 2017, come negli otto anni precedenti, i nuovi investimenti non sono stati neanche sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale misurato dall'ammortamento, con un ritardo che, nel complesso degli ultimi nove anni, si avvicina ai 100 miliardi.

La debole dinamica degli investimenti non è il risultato della mancanza di risorse, come mostrato dalla politica dei dividendi, che si mantengono su livelli elevati. Si tratta di un fenomeno complesso, spiegato da una pluralità di fattori. Pesa l'incertezza che porta le imprese verso comportamenti prudenti, accantonando negli ultimi sei anni oltre 115 miliardi di euro nei depositi, ma rileva anche il processo di internazionalizzazione che ha spinto le imprese a destinare una crescente attenzione verso paesi e mercati esteri, investendo tra il 2000 e il 2017 215 miliardi nel capitale di società straniere.

Dallo scoppio della seconda recessione, le imprese italiane hanno iniziato un processo di graduale rafforzamento patrimoniale, aumentando il capitale e riducendo i debiti. Tra il 2012 e settembre 2017, i debiti finanziari sono stati ridotti di 70 miliardi di euro, mentre l'apporto di nuovo capitale ha quasi raggiunto i 180 miliardi. Il leverage è sceso, avvicinandosi al 40%, ma rimanendo più elevato di quello delle altre principali economie europee. Oltre ad aver ridotto i debiti, le imprese italiane ne hanno anche modificato la composizione. I finanziamenti bancari si sono ridotti di 150 miliardi, mentre il valore delle obbligazioni è aumentato di oltre 60, assorbendo il 12,5% dei debiti finanziari, il doppio del periodo precedente la crisi.

Imprese italiane: aumenta la produzione, rimane bassa la redditività

Nel 2017, il valore della produzione delle società non finanziarie italiane è aumentato del 3,6%, raggiungendo i 2.200 miliardi di euro. Sebbene dal punto di minimo della crisi ne siano stati recuperati oltre 200, mancano ancora quasi 50 miliardi di produzione per tornare ai valori della metà degli anni Duemila. I costi di produzione, sebbene durante lo scorso anno siano cresciuti per la prima volta dal 2011 più del valore della

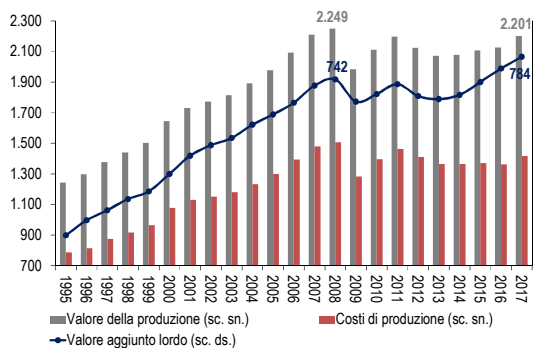


produzione, superando i 1.400 miliardi, rimangono quasi 90 miliardi al di sotto del valore precedente la crisi.

Il recupero dell'attività produttiva si è, dunque, accompagnato ad una ritrovata efficienza. Nel confronto con il 2008, il valore della produzione si è, infatti, ridotto di poco più del 2%, mentre i costi sono stati tagliati di quasi il 6%. Il peso dei costi sulla produzione è, quindi, sceso dal 67% del 2008 al 64,4%, favorendo l'aumento del valore aggiunto, cresciuto oltre i 780 miliardi, il livello più alto degli ultimi venti anni. Il rapporto tra il valore aggiunto e la produzione è risultato pari al 35,6%, oltre 2,5 punti percentuali in più del 2008, ma ancora lontano dal 37% della metà degli anni Novanta.

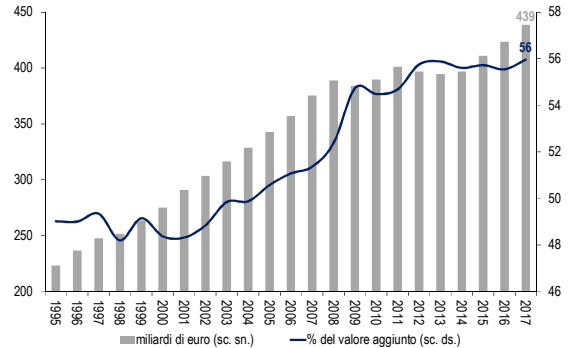
La struttura produttiva nei bilanci delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Il costo del lavoro nei bilanci delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

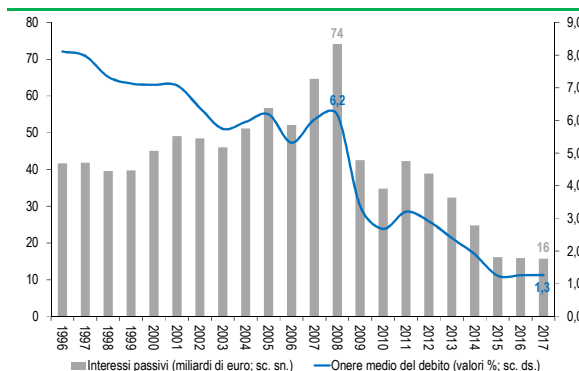
Scendendo lungo il conto economico emergono, però, alcune criticità. Le imprese italiane continuano, ad esempio, a mostrare una certa difficoltà nell'adeguare il costo del lavoro al nuovo contesto produttivo. Nel 2017, i redditi da lavoro pagati dalle società non finanziarie sono cresciuti del 3,6%, avvicinandosi ai 440 miliardi di euro, il valore più alto degli ultimi venti anni. Nel confronto con il 2008, l'aumento si avvicina al 13%, interessando sia la componente dei contributi che, in modo particolare, quella delle retribuzioni lorde. Il costo del lavoro è arrivato ad assorbire il 56% del valore aggiunto prodotto dalle imprese italiane, circa 4 punti percentuali in più del periodo precedente la crisi e ben 7 oltre il valore registrato alla metà degli anni Novanta.

L'aumento del costo del lavoro ha penalizzato il risultato lordo di gestione, una misura del margine operativo lordo delle imprese, cresciuto nel 2017 di solo poco più dell'1%, avvicinandosi ai 330 miliardi di euro ma rimanendo sotto il livello del 2008. La quota di profitto delle società non finanziarie, data dal rapporto tra il risultato lordo di gestione e il valore aggiunto, è scesa nuovamente sotto il 42%, rimanendo intorno ai minimi degli ultimi venti anni, con un ritardo di circa 10 punti percentuali.

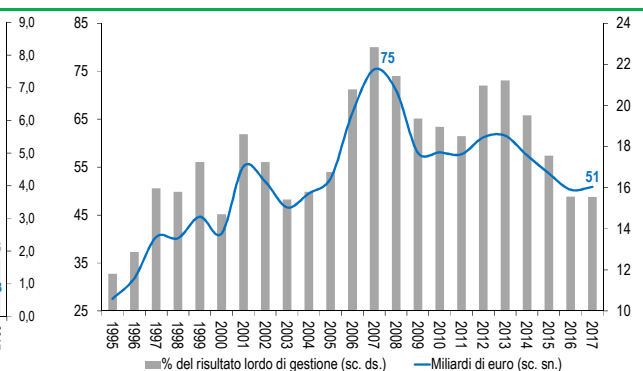
I bilanci delle imprese italiane hanno, invece, tratto forti benefici dai bassi tassi di interesse, conseguenza della politica monetaria particolarmente espansiva attuata dalla Banca centrale europea. Negli anni precedenti la crisi, gli oneri finanziari erano cresciuti sensibilmente, avvicinandosi ai 75 miliardi di euro, anche come conseguenza dell'aumento dell'indebitamento. Durante lo scorso anno, le imprese italiane hanno pagato solo 16 miliardi di interessi, circa 60 in meno del 2008. All'inizio della crisi, questa voce di costo assorbiva oltre un quinto del risultato lordo di gestione; nel 2017, il peso è sceso sotto il 5%. L'onere medio del debito, calcolato come incidenza degli

interessi passivi sul totale dei debiti finanziari, si è stabilizzato poco sopra l'1%, da valori superiori al 6% del 2008.

Gli interessi passivi nei bilanci delle società non finanziarie italiane



La tassazione nei bilanci delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat e Banca d'Italia

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

La riduzione del peso degli interessi non è, però, stata sufficiente a consentire un sensibile miglioramento della redditività. Il reddito lordo da impresa, misura che approssima l'utile prima delle imposte della contabilità aziendale al lordo degli ammortamenti, nonostante abbia recuperato, passando da 326 miliardi di euro del 2012 a 361, rimane oltre 10 miliardi sotto il livello del 2007. Durante lo scorso anno, l'incidenza del reddito lordo da impresa sul valore della produzione è scesa al 16,4%, circa 2 punti percentuali in meno della prima metà degli anni Duemila.

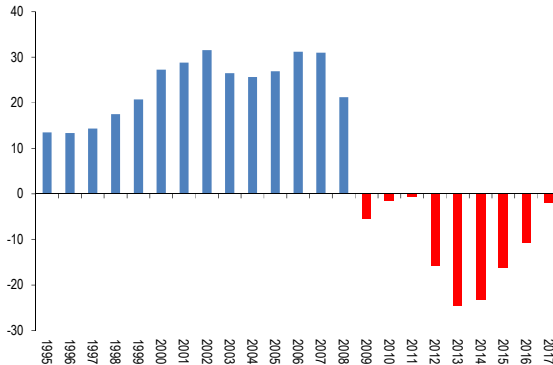
I conti economici delle imprese mostrano un ulteriore aspetto di particolare interesse: nel corso degli ultimi anni le società non finanziarie italiane hanno beneficiato della sensibile riduzione della tassazione complessiva. Il totale delle imposte pagate è sceso di quasi 25 miliardi di euro, passando da 75 nel 2007 a 51 nel 2017. All'inizio della crisi, le tasse assorbivano più di un quinto del risultato lordo di gestione; durante lo scorso anno, siamo scesi a meno del 16%. La flessione ha interessato in modo particolare le imposte sulla produzione, scese da 32 a 22 miliardi, anche come risultato dell'esclusione del costo del lavoro dalla base imponibile dell'IRAP. Le imposte sul reddito hanno, invece, avuto un andamento più in linea con i risultati economici delle imprese, passando da 43 a 30 miliardi tra il 2007 e il 2014, per poi rimanere sostanzialmente invariate.

Imprese: ancora pochi investimenti

Nonostante il recupero degli ultimi anni, la lettura dei conti economici relativi al 2017 conferma quale sia la principale criticità che caratterizza le imprese e, quindi, l'intero sistema produttivo italiano, frenandone le potenzialità di sviluppo: la carenza di investimenti. Durante lo scorso anno, le società non finanziarie italiane hanno effettuato 165 miliardi di euro di investimenti, 27 più del minimo del 2013, ma 7 meno del massimo del 2007, un ritardo di 4 punti percentuali. La propensione ad investire delle imprese, misurata dal rapporto tra investimenti fissi lordi e valore aggiunto, è aumentata leggermente, passando dal 19,5% del 2013 al 21,1%, rimanendo, però, oltre 2 punti percentuali sotto il valore raggiunto negli anni precedenti la crisi.

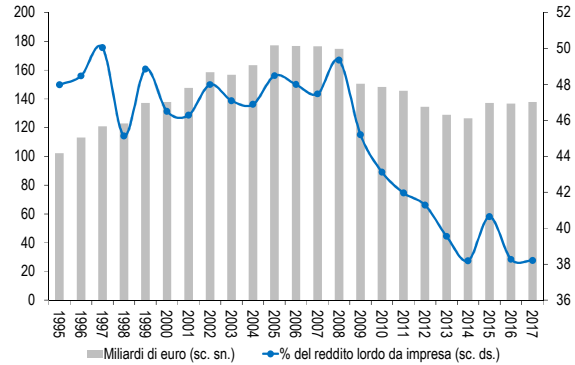
Gli investimenti netti delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro; investimenti al netto degli ammortamenti)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Gli utili distribuiti dalle società non finanziarie italiane



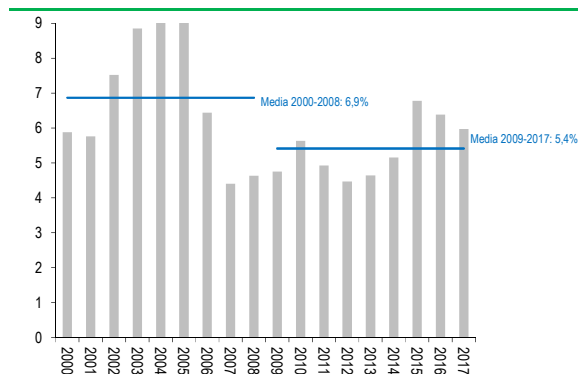
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Per comprendere a fondo la dinamica degli investimenti è, però, opportuno allargare il ragionamento, considerando anche gli ammortamenti, che misurano l'invecchiamento del capitale esistente. In condizioni normali, i nuovi investimenti dovrebbero essere sufficienti a compensare l'invecchiamento del capitale, oltre ad aggiungere nuova capacità produttiva. Questo è quanto accadeva nel periodo precedente la crisi: tra il 1995 e il 2008, il valore degli investimenti superava quello degli ammortamenti di oltre il 20% in media ogni anno, arrivando ad accumulare un guadagno pari a più di 300 miliardi di euro. Dallo scoppio della crisi, la situazione è radicalmente cambiata: tra il 2009 e il 2017, il valore degli investimenti è risultato stabilmente inferiore a quello degli ammortamenti, con un ritardo complessivo prossimo ai 100 miliardi.

La deludente dinamica degli investimenti risulta essere un fenomeno complesso, spiegato da una pluralità di fattori. I numeri contenuti nei bilanci mostrano come il problema non sia la mancanza di risorse. All'interno dei conti delle imprese emergono, infatti, ampie disponibilità destinate a finalità diverse dalla realizzazione di investimenti produttivi. Gli utili distribuiti si mantengono, ad esempio, su livelli ancora elevati. Tra il 2000 e il 2008, le imprese italiane assegnavano ai propri azionisti, sotto forma di dividendi, redditi prelevati o altre forme di distribuzione dei proventi aziendali, circa 160 miliardi di euro in media ogni anno. Tra il 2009 e il 2017, siamo scesi, rimanendo, comunque, su valori prossimi ai 140 miliardi annui. In nove anni, sono stati complessivamente distribuiti più di 1.200 miliardi, un valore non distante da quello degli investimenti. Nel periodo precedente la crisi, veniva distribuito in media ogni anno il 48% del reddito lordo da impresa, solo 7 punti percentuali in più di quanto registrato negli ultimi nove anni. Il rendimento dell'investimento nel capitale delle imprese, misurato come rapporto tra gli utili distribuiti e il valore delle azioni e partecipazioni, si è, dunque, ridotto solo leggermente, passando da circa l'11,5% medio annuo registrato tra il 2000 e il 2008 al 9% degli ultimi nove anni. Quello che rileva, però, non è tanto il rendimento nominale ricevuto dall'investimento nel capitale quanto il differenziale rispetto al titolo pubblico decennale, ottenendo in questo modo una misura del rendimento relativo al rischio d'impresa assunto. Tra il 2000 e il 2008, l'investimento nel capitale delle imprese italiane assicurava un rendimento aggiuntivo rispetto allo strumento privo di rischio pari a poco meno del 7% medio annuo, solo mezzo punto percentuale più di quanto registrato negli ultimi tre anni.

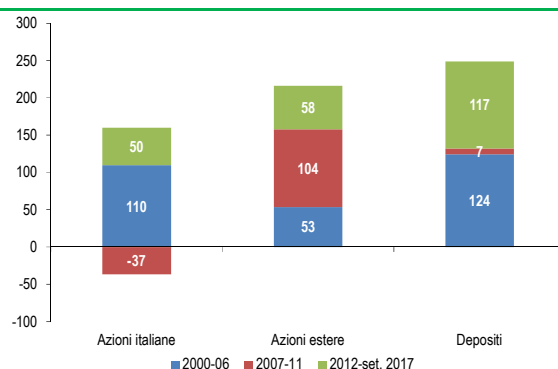
Differenza tra il rendimento dell'investimento nel capitale delle imprese italiane e quello del titolo pubblico decennale

(valori %)



Gli investimenti in attività finanziarie delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro; flussi cumulati)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat e Banca d'Italia

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Le società non finanziarie italiane continuano, inoltre, ad essere influenzate dalla persistente incertezza che caratterizza lo scenario, indirizzandole verso comportamenti prudenti. Questo è quanto emerge da un'analisi degli investimenti finanziari delle imprese, il cui valore negli anni precedenti la crisi era cresciuto in maniera significativa, passando da circa 800 miliardi di euro alla metà degli anni Novanta a quasi 1.700 nel 2006, come risultato di un afflusso costante di nuove risorse che aveva portato ad investire quasi 760 miliardi in dodici anni. Durante la recessione, il valore della ricchezza aveva sofferto, registrando una flessione effetto sia del calo delle quotazioni che della brusca caduta dei nuovi investimenti. Negli ultimi anni, le attività finanziarie delle imprese sono tornate a crescere, avvicinandosi ai 1.800 miliardi a settembre dello scorso anno, grazie in particolare ad un ritrovato flusso di nuovi investimenti, con 180 miliardi di risorse investite tra il 2014 e il 2017. La composizione di questa ricchezza è, però, cambiata. La crisi ha spinto le imprese ad orientarsi sempre più verso la creazione di riserve di liquidità da utilizzare in caso di necessità. Negli ultimi sei anni, oltre 115 miliardi di nuove risorse sono stati, infatti, accantonati nei depositi, portando il saldo complessivo vicino ai 360 miliardi ed arrivando ad assorbire un quinto del totale delle attività finanziarie, sette punti percentuali in più di quanto registrato prima della crisi.

Nell'analizzare la dinamica degli investimenti non si può, però, dimenticare anche il processo di internazionalizzazione che ha portato le imprese italiane a concentrare l'attenzione anche su mercati e paesi esteri, destinandovi una quota crescente di risorse. Questo fenomeno appare evidente nei numeri sugli investimenti in azioni e partecipazioni effettuati dalle imprese italiane, considerando la localizzazione della società partecipata. Nel 2006, circa 550 miliardi di euro dei quasi 690 investiti in azioni e partecipazioni erano riferiti a società residenti in Italia, fornendo una rappresentazione contabile dei gruppi di impresa operanti nel nostro Paese. Il valore delle azioni estere si fermava poco sopra i 140 miliardi, circa il 20% del totale, un peso uguale a quello registrato alla metà degli anni Novanta. Nel 2017, la situazione appare differente. A settembre, il valore dell'investimento complessivo in azioni e partecipazioni ha recuperato la gran parte di quanto perso in precedenza, superando i 670 miliardi. Di questi, poco più di 370 sono riferiti a società residenti in Italia, mentre il

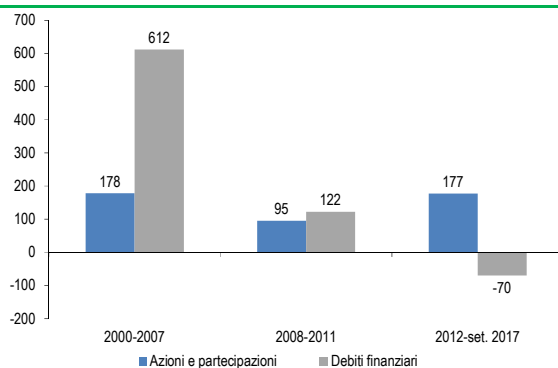
peso delle azioni estere, sebbene si sia leggermente ridotto negli ultimi anni, si mantiene intorno al 45%, oltre 20 punti percentuali in più dei livelli della metà degli anni Duemila. Dietro questo cambiamento, un graduale spostamento di risorse che ha interessato gli ultimi venti anni, accentuandosi durante la crisi. Tra il 2000 e il 2017, 215 miliardi di nuove risorse sono stati, infatti, investiti in azioni e partecipazioni in società estere, mentre a quelle residenti in Italia sono stati destinati solo poco più di 120 miliardi. Le azioni e partecipazioni estere sono arrivate ad assorbire più del 15% del totale del valore delle attività delle società non finanziarie, circa il doppio degli anni precedenti la crisi.

Meno debiti, più capitale nei bilanci delle imprese italiane

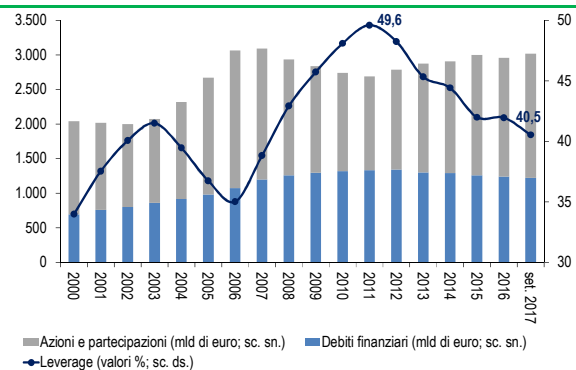
Dallo scoppio della seconda recessione, le imprese italiane hanno iniziato un processo di graduale rafforzamento patrimoniale, aumentando il capitale e riducendo i debiti. Un processo che è sia il risultato delle maggiori difficoltà nell'ottenere nuovi debiti finanziari che il frutto degli effetti delle norme approvate nel corso degli anni, che hanno reso sostanzialmente indifferente da un punto di vista fiscale la scelta tra capitale di debito e capitale proprio.

Debito e patrimonio nei conti finanziari delle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro; flussi; valori cumulati)



Il grado di indebitamento delle società non finanziarie italiane



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Questo comportamento rappresenta un forte cambiamento rispetto al passato. Negli anni precedenti la crisi, le imprese italiane finanziavano lo sviluppo ricorrendo prevalentemente al capitale di debito. Tra il 2000 e il 2007, i debiti finanziari erano, infatti, aumentati di quasi 80 miliardi di euro medi annui, passando da 635 a 1.200 miliardi. Nello stesso periodo, gli apporti di nuove risorse sotto forma di capitale di rischio si erano fermati poco sopra i 20 miliardi annui. Il leverage delle imprese, misurato dal rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio, era, quindi, aumentato dal 34% del 2000 al 39% del 2007. Una tendenza proseguita anche durante la prima recessione. Tra il 2008 e il 2011, i debiti finanziari erano aumentati complessivamente di 122 miliardi di euro, a fronte di 95 miliardi di nuovo capitale, portando il leverage vicino al 50%, il livello più alto dal 1995.

Negli ultimi sei anni, le scelte finanziarie delle imprese sono, invece, cambiate radicalmente. Tra il 2012 e settembre 2017, i debiti finanziari sono stati ridotti di 70 miliardi, scendendo poco sopra i 1.200 miliardi. Al contrario, l'apporto di nuovo capitale

è cresciuto, raggiungendo i 30 miliardi medi annui, per un ammontare complessivo di risorse prossimo ai 180 miliardi. Il leverage si è conseguentemente ridotto, avvicinandosi al 40% a settembre dello scorso anno.

Quasi 4 dei poco più di 9 punti percentuali di riduzione del grado di indebitamento registrato tra il 2011 e settembre 2017 sono il risultato della ripresa delle quotazioni, un fenomeno che ha interessato in maniera significativa lo scorso anno. Gli altri 5 punti sono, invece, spiegati in parti simili dagli aumenti di capitale realizzati dalle imprese e dal calo dei debiti finanziari.

Un'analisi della Banca d'Italia condotta su un campione di 550mila società di capitale mostra, però, come un ruolo significativo nella riduzione del leverage debba essere attribuito anche al saldo demografico: l'uscita dal mercato delle imprese più fragili ha, infatti, favorito il miglioramento del dato complessivo, relativo alle sole realtà che sono riuscite a superare le difficoltà della crisi. L'analisi della Banca d'Italia sottolinea, inoltre, come il rafforzamento della struttura patrimoniale delle imprese sia risultato più solido nel manifatturiero, con una riduzione del grado di indebitamento più ampia, grazie all'accantonamento di una quota cospicua degli utili prodotti. Il miglioramento registrato nel settore delle costruzioni è, invece, quasi interamente spiegato dall'effetto demografico, mentre le perdite registrate durante la crisi hanno portato ad una forte erosione del patrimonio netto.

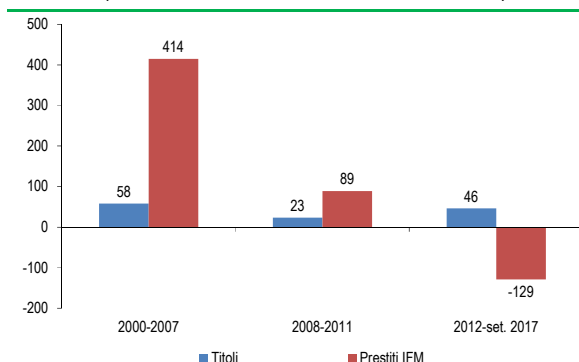
Nonostante il miglioramento degli ultimi anni, nel confronto con le altre principali economie dell'area euro, le imprese italiane risultano, però, ancora le più indebitate. Il 40,5% registrato a settembre 2017 si confronta, infatti, con il 37,1% delle tedesche (dal 46,9% del 2008), il 35,3% delle spagnole (dal 49,3% del 2008) e il 32% delle francesi (dal 40,3% del 2008).

Meno banche, più titoli nei debiti delle imprese

Oltre ad aver ridotto il peso dei debiti finanziari, le imprese italiane ne hanno anche modificato la struttura. Un processo che interessa sia la composizione per scadenza che quella per tipologia di strumento.

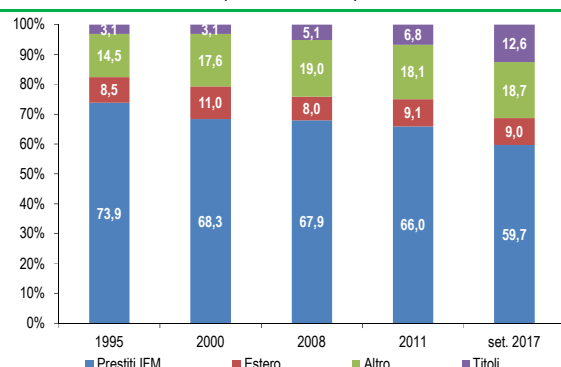
Prestiti bancari e titoli obbligazionari nei conti finanziari delle imprese italiane

(miliardi di euro; flussi; valori cumulati)



La composizione dei debiti finanziari delle imprese italiane

(% del totale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

La riduzione dei debiti finanziari ha riguardato in modo particolare la componente a breve termine, una tendenza che aveva interessato anche il periodo precedente. Tra il 2011 e settembre 2017, i debiti a breve si sono, infatti, ridotti di poco più di 100 miliardi di euro, passando da 430 a 329 miliardi e spiegando circa il 90% del calo complessivo. Alla metà degli anni Novanta, la componente a breve assorbiva quasi il 60% dei poco più di 500 miliardi di indebitamento complessivo. All'inizio della crisi, eravamo scesi al 37%, per poi arrivare al 27% a settembre 2017, un calo complessivo di circa 30 punti percentuali in venti anni.

Le imprese italiane hanno, inoltre, ridotto il peso dei debiti bancari nella composizione delle fonti di finanziamento. Un processo che ha subito un'accelerazione nell'ultimo periodo, risultato sia delle maggiori difficoltà emerse nell'ottenere i finanziamenti necessari, conseguenza della seconda recessione che ha portato nei bilanci delle banche un volume significativo di crediti deteriorati, che dell'abbondante liquidità presente sui mercati che ha reso meno complesso il reperimento diretto delle risorse.

Alla metà degli anni Novanta, le banche fornivano alle imprese italiane quasi il 75% del totale dei debiti finanziari. Nel 2000, si era scesi sotto il 70%, grazie al maggior ricorso al finanziamento sull'estero e al sostegno fornito dagli intermediari diversi dalle banche, mentre il peso delle obbligazioni risultava estremamente contenuto. A fronte di quasi 475 miliardi di euro di debiti bancari, il valore delle obbligazioni si fermava, infatti, poco sopra i 20. Fino al 2011, non erano emersi grandi cambiamenti. I debiti bancari erano aumentati da 474 a 880 miliardi, assorbendo il 66% del totale. In quegli anni, le imprese avevano, però, iniziato ad aumentare il ricorso alle obbligazioni, sebbene ancora in misura moderata. Tra il 2000 e il 2011, il valore delle emissioni nette di titoli aveva superato nel complesso gli 80 miliardi, portando il peso di questo strumento sul totale dei debiti finanziari intorno al 7% e compensando il minore ricorso al finanziamento sull'estero. Negli ultimi sei anni, la situazione è cambiata. I debiti bancari si sono ridotti, scendendo da 880 a 731 miliardi, un calo di 150 miliardi che ha portato il peso sotto il 60%. Nello stesso periodo, il valore delle obbligazioni è aumentato da 90 a 155 miliardi, arrivando ad assorbire più del 12,5% del totale, circa il doppio di quanto veniva registrato negli anni precedenti la crisi.

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. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

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