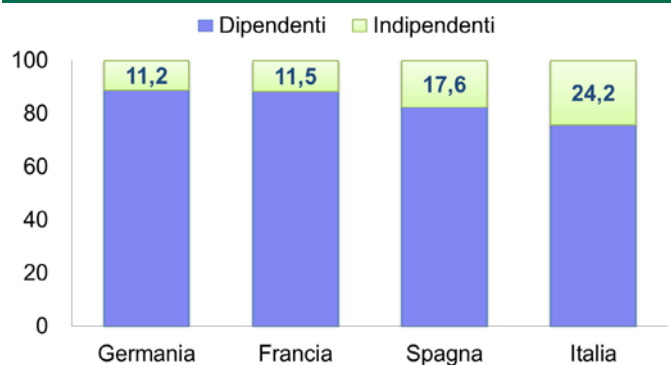


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

## Composizione occupati per posizione professionale

(15 anni e più; % del totale occupati; III trim 2014)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

La struttura finanziaria delle **imprese italiane** appare oggi più solida ed equilibrata. I risultati di bilancio risentono del lungo periodo di crisi ma traggono beneficio dal sensibile calo dei tassi di interesse. Il **grado di indebitamento delle imprese** è sceso sotto il 44%, grazie anche ad un costante aumento dei mezzi propri. Tra il 2009 e il 2014, 130 miliardi di euro di nuove risorse sono state inserite nelle aziende italiane sotto forma di capitale. Tra i debiti, è cresciuto il peso delle obbligazioni, mentre si è ridotto quello dei debiti bancari, arrivati a rappresentare meno del 65% delle risorse complessive.

In Italia, tra il III 2008 e il III 2014, gli occupati si sono ridotti di oltre il 4%. Ha pesato il brusco calo dei **lavoratori indipendenti** che, sebbene rappresentino solo un quarto degli occupati, spiegano circa il 40% della diminuzione totale. Nonostante la variazione subita, il peso degli indipendenti sul totale degli occupati rimane significativo: il 24% italiano si confronta con il 18% spagnolo, l'11% tedesco e il 12% francese.

La crisi ha inoltre orientato le imprese verso **tipologie di contratto più flessibili**: nel III 2014, solo l'11% dell'aumento dei lavoratori dipendenti rispetto all'anno precedente era da attribuire a quelli a tempo indeterminato, contro l'86% del III 2008.

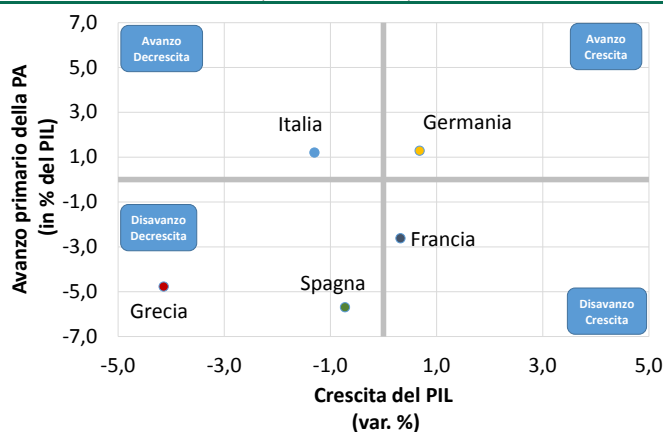
06

12 febbraio  
2015

## Editoriale: Archeologi e architetti

Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

**Avanzo primario della PA e crescita del PIL**  
(medie 2008-14)



Fonte: elaborazione su dati Commissione UE, Winter Forecasts, febbraio 2015

*Un po' archeologi e un po' architetti, insieme. Così potrebbero sentirsi economisti e "policy maker". Consapevoli delle storie passate, delle lezioni da ricordare. Capaci di mettere in cantiere un futuro che sia memore, ma non necessariamente replica.*

*Nel lungo periodo di crisi che ha travagliato l'economia italiana l'approccio dell'archeologo ha prevalso su quello dell'architetto. L'archeologia della crisi è servita a misurare il terreno perduto. Il mercato dell'auto che per un periodo non breve è tornato alle immatricolazioni degli anni Settanta. Il potere d'acquisto degli italiani che ancora oggi retrocede ai volumi di quindici anni or sono. Gli investimenti produttivi calati di quasi un terzo. L'occupazione a tempo indeterminato dei giovani fino a 34 anni ridotta di oltre un terzo. Tanti sono i reperti portati alla luce per declinare lo iato profondo che si è creato fra le difficoltà e le speranze di una comunità messa duramente alla prova.*

*La profondità e l'ampiezza della crisi hanno anche alimentato alcune idealizzazioni del passato che sta pure all'economista-archeologo provare a correggere. Un esempio, tra i tanti. Quanti ricordano che, alla vigilia della decisione di convergere nella moneta unica, l'Italia pagava oltre 110 miliardi di euro l'anno di interessi sul proprio debito pubblico? Correva l'anno 1996. Oggi, pur tenendo conto che nel 1996 c'era un'inflazione di quattro punti percentuali, l'onere del nostro debito pubblico è molto meno gravoso. Non va oltre i settanta miliardi, come indica la proiezione contenuta nelle "Winter forecasts" di recente diffuse dagli esperti della Commissione europea<sup>1</sup>.*

*L'Europa e l'euro sono serviti all'Italia come l'Italia ha dato tanto all'Europa. Soprattutto, a quell'Europa della stabilità che negli ultimi anni è apparsa in qualche modo prevalere*

<sup>1</sup> Commissione UE, "European Economic Forecast: Winter 2015", 5 febbraio 2015, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2015/pdf/ee1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/ee1_en.pdf)

*sull'Europa della crescita. Nei lunghi anni della crisi l'Italia è il paese che più di ogni altro ha continuato a mettere risorse sul piatto della stabilità della finanza pubblica anche a scapito di un più immediato rilancio della crescita economica. Lo indicano alcuni semplici numeri che l'economista-archeologo può offrire all'attenzione del policy maker-architetto. Basta mettere su uno stesso grafico le medie realizzate tra il 2008 e il 2014 dei saldi primari dei conti pubblici – quelli al netto degli interessi – e le variazioni in volume del prodotto interno lordo.*

*Tra i grandi paesi dell'Eurozona l'Italia è l'unico a collocarsi nel quadrante che associa un avanzo primario dei conti pubblici – per noi, in media superiore ad un punto di PIL - ad un'economia mediamente in recessione. Il quadrante di quella virtù dolorosa in cui altri paesi non hanno dimorato, forti di rapporti iniziali più bassi tra debito pubblico e PIL. Parliamo della Spagna e della Francia, che tra il 2008 e il 2014 hanno attraversato la crisi mantenendo sempre un segno meno davanti al saldo primario dei conti pubblici. Diverso il caso della Germania, che come l'Italia ha saputo conservare un surplus fiscale al netto degli interessi, ma con un'economia che in media è cresciuta di oltre un mezzo punto l'anno.*

*L'Italia ha saputo stringere la cinghia più di altri. Ha pagato un prezzo, economico e sociale, assai alto per seguire la rotta europea di contenimento dei deficit pubblici complessivi attraverso la sistematica generazione di avanzi primari. Guardando avanti, la lunga stagione di bassi tassi di interesse schiusa dal QE europeo potrà permettere alla virtù mostrata nel contenere i flussi di indebitamento di tradursi anche nell'avvio di in un percorso di graduale contenimento del rapporto tra debito pubblico e prodotto. È questa la nuova sfida che attende i policy maker. Una sfida, però, che in Italia e altrove non potrà essere vinta innalzando oltremisura la dimensione degli avanzi primari. Questo suggeriscono le eccellenti analisi retrospettive compiute da Barry Eichengreen e Ugo Panizza su un campione di 54 paesi nel periodo compreso tra il 1974 e il 2013<sup>2</sup>. Non sono solo i bravi archeologi a consigliarlo. A rinsaldare un'architettura tra stabilità e crescita non servono super-avanzi dei conti pubblici. Occorrono la pratica della ragionevolezza e il completamento delle riforme, per creare fiducia insieme a domanda e fare attecchire i germogli di una ripresa a lungo attesa.*

---

<sup>2</sup> Cfr. Barry Eichengreen e Ugo Panizza, "Can large primary surpluses solve Europe's debt problem?", VOX – CEPR's Policy Portal, 30 luglio 2014, <http://www.voxeu.org/article/can-large-primary-surpluses-solve-europe-s-debt-problem>

## Una prima anticipazione sui conti delle imprese italiane

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

**Il leverage delle imprese italiane è sceso nel 2014 al di sotto del 44%, da oltre il 48% nel 2011, rimanendo, comunque, su livelli elevati nel confronto internazionale. La stabilità nel valore dei debiti finanziari si è accompagnata ad un aumento dei mezzi propri, segnalando un cambiamento rispetto a quanto accadeva in passato. Tra il 2009 e il 2014, 130 miliardi di euro di nuove risorse sono state inserite nelle aziende sotto forma di capitale.**

**Dall'inizio della crisi, le maggiori difficoltà nell'ottenere il credito bancario hanno spinto le imprese italiane ad accrescere il ricorso al mercato dei capitali. Negli ultimi sei anni, le emissioni nette di obbligazioni hanno superato i 50 miliardi di euro; il peso sul totale dei debiti finanziari si è avvicinato al 13%, quasi raddoppiando rispetto al 2009. I debiti bancari, pari a poco più di 820 miliardi di euro a settembre 2014, assorbono meno del 65% delle risorse complessive; nel 2000, si avvicinavano al 70%.**

**A fronte di debiti finanziari stabili, nel corso degli ultimi anni si è assistito ad un aumento del valore delle attività finanziarie detenute dalle imprese italiane, che ha nuovamente superato i 900 miliardi di euro. Da sempre, le azioni e partecipazioni rappresentano la voce principale del portafoglio finanziario. Negli ultimi anni sono, però, emersi cambiamenti nelle politiche di investimento delle imprese: tra il 2008 e il 2014 sono stati effettuati disinvestimenti netti di azioni italiane per quasi 90 miliardi di euro, a fronte di nuovi investimenti in azioni estere per oltre 110 miliardi, fornendo una rappresentazione di un contesto imprenditoriale sempre più internazionalizzato, ma anche contribuendo a spiegare parte della flessione nella produzione e negli investimenti.**

**Nel 2014, le condizioni economiche delle società non finanziarie sono ulteriormente peggiorate. Sui risultati delle imprese pesa la rigidità del costo del lavoro, arrivato ad assorbire quasi il 60% del valore aggiunto prodotto. I conti hanno, invece, beneficiato della riduzione degli interessi passivi: l'onere medio del debito per le società non finanziarie è sceso intorno al 2,5%, mentre nel 2008 superava il 6%.**

### Si riduce, lentamente, il leverage delle imprese italiane

**Durante gli anni della crisi i debiti finanziari delle società non finanziarie italiane sono rimasti sostanzialmente invariati, risultando pari a poco più di 1.270 miliardi di euro a settembre 2014. Con lo scoppio della crisi si è sostanzialmente interrotto quel processo di costante aumento che aveva interessato gli anni precedenti: tra il 2000 e il 2008, i debiti finanziari erano, infatti, quasi raddoppiati, passando da 692 a 1.267 miliardi.**

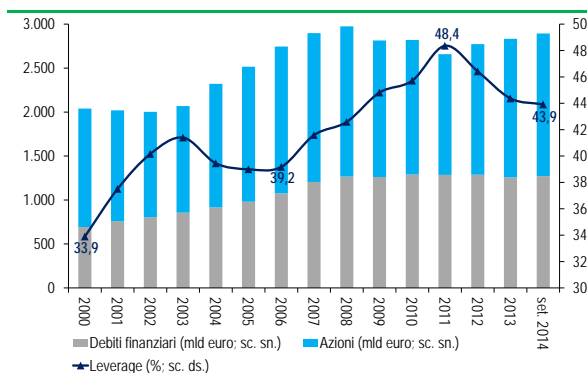
**A fronte di debiti stabili, il valore del capitale delle imprese, rappresentato dalle azioni e partecipazioni, è, invece, aumentato, salendo da quasi 1.400 miliardi di euro, livello al quale era crollato nel 2011 dopo aver perso in soli tre anni circa il 20%, a più di 1.600 miliardi a settembre 2014.**

**L'aumento del valore del patrimonio in un contesto di stabilità dei debiti ha favorito una riduzione del grado di indebitamento delle società non finanziarie. Il leverage delle imprese italiane, misurato dal rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, è sceso dal 48,4% nel 2011 al 44,4% nel 2013, per poi ridursi ulteriormente al 43,9% a settembre dello scorso anno.**

**I dati del 2014 confermano una crescente attenzione delle imprese italiane nel favorire un processo di graduale rafforzamento della struttura finanziaria, segnalando un**

cambiamento rispetto a quanto accadeva in passato. Dietro il maggior valore del capitale c'è, infatti, sia una ripresa delle quotazioni delle azioni sia un aumento delle risorse finanziarie inserite in azienda sotto forma di mezzi propri. Negli anni precedenti la crisi, le imprese per soddisfare le proprie esigenze di finanziamento preferivano, invece, ricorrere al capitale di debito. Tra il 2000 e il 2008, i flussi netti dei debiti finanziari, dati dalla differenza tra i nuovi finanziamenti ottenuti e i rimborsi di quelli in essere, erano risultati positivi e prossimi complessivamente a 700 miliardi di euro, mentre le nuove risorse apportate nel capitale delle imprese si erano fermate sotto i 200 miliardi. Negli anni della crisi, tra il 2009 e il 2014, i debiti finanziari hanno, invece, registrato una riduzione netta di 20 miliardi, mentre 130 miliardi di nuove risorse sono stati inseriti in azienda sotto forma di capitale.

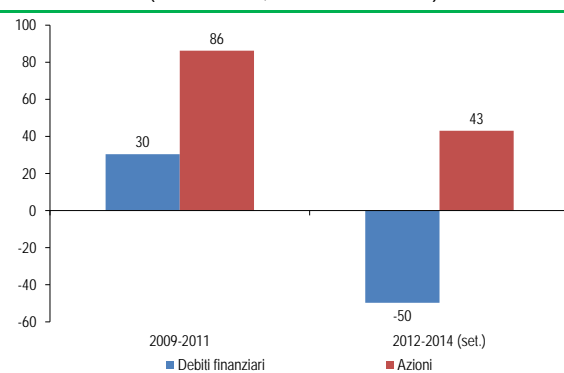
### Il grado di indebitamento delle società non finanziarie italiane



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

### Debito e patrimonio nei conti finanziari delle società non finanziarie italiane

(flussi netti; miliardi di euro)



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

Questo nuovo orientamento delle imprese è sia una conseguenza delle maggiori difficoltà nell'ottenimento di altre forme di finanziamento sia il risultato di una serie di norme approvate nel corso degli anni che hanno reso indifferente da un punto di vista fiscale la scelta tra capitale di debito e capitale proprio. Questo processo di maggiore capitalizzazione è, però, ancora all'inizio. Il grado di indebitamento delle imprese italiane risulta, infatti, ancora elevato, sia rispetto ai valori registrati in passato sia nel confronto internazionale. Nel 2000, in Italia il grado di indebitamento delle imprese era pari al 34%, 10 punti percentuali in meno del livello di settembre 2014. Inoltre, valori intorno al 44% delle imprese italiane si confrontano con meno del 40% di quelle tedesche e di quelle del Regno Unito e con poco più del 30% di quelle francesi e di quelle statunitensi.

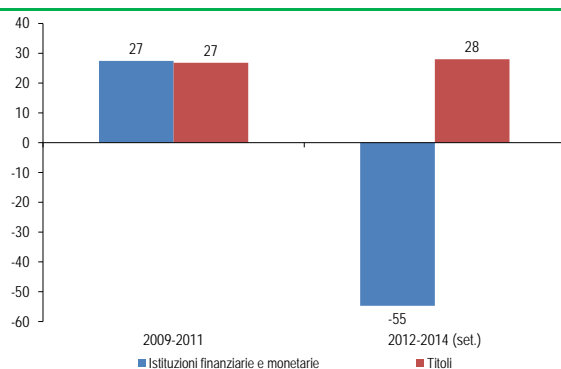
### Meno banche, più obbligazioni nei debiti delle imprese italiane

Dall'inizio della crisi, la composizione dei debiti finanziari delle imprese italiane è rimasta in apparenza sostanzialmente invariata: prevale la componente a lungo termine, che a settembre 2014 rappresentava il 70% del totale, lo stesso valore del 2009. Questa distribuzione per scadenza dell'indebitamento è il risultato del profondo cambiamento che aveva interessato il periodo precedente la crisi. All'inizio degli anni Duemila, quasi il 55% dei debiti delle imprese era a breve termine, contribuendo a rendere la struttura finanziaria particolarmente onerosa. Nel 2009, il peso sul totale della componente a breve si era ridotto di oltre 20 punti percentuali, scendendo verso il

30%, livello poi mantenuto per tutti gli anni successivi. Quella che poteva sembrare una ricomposizione delle scadenze verso una struttura più equilibrata era, in realtà, solo il risultato dell'aumento dell'indebitamento a lungo termine a fronte di una sostanziale stabilità di quello a breve. Tra il 2000 e il 2008, i debiti a breve erano, infatti, aumentati solo leggermente (da 377 a 450 miliardi), per poi scendere a 382 nel 2009, mentre i debiti a lungo termine erano passati da 314 miliardi nel 2000 a quasi 900 nel 2009.

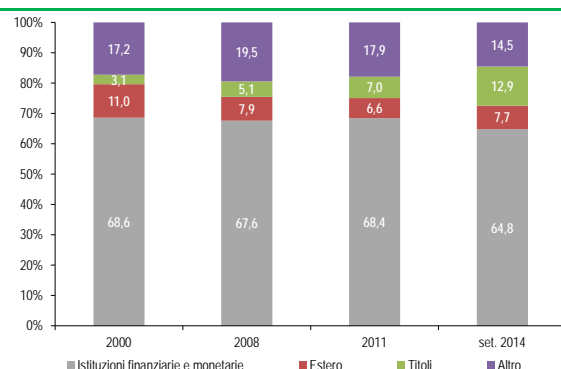
### Prestiti e titoli nei conti finanziari delle società non finanziarie italiane

(flussi netti; miliardi di euro)



### La composizione dei debiti finanziari delle società non finanziarie italiane

(% del totale)



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

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

All'interno di questa apparente stabilità nella composizione della struttura finanziaria delle imprese, è emerso, però, nel corso degli ultimi anni un processo di graduale ricomposizione dei debiti tra le diverse forme di finanziamento utilizzabili. Le maggiori difficoltà nell'ottenere il credito bancario hanno spinto le imprese italiane ad accrescere il ricorso al mercato con l'emissione di titoli, iniziando a modificare le proprie strategie di finanziamento rispetto a quanto accadeva negli anni precedenti. Tra il 2000 e il 2008, le imprese italiane avevano, infatti, raccolto quasi 470 miliardi di euro di nuovi finanziamenti dalle banche, mentre le risorse ottenute tramite obbligazioni si erano fermate poco sopra i 50 miliardi. Negli ultimi sei anni, le emissioni nette di titoli hanno superato i 50 miliardi, mentre i finanziamenti bancari hanno registrato una flessione netta di quasi 30 miliardi.

All'inizio degli anni Duemila le imprese italiane raccoglievano direttamente sul mercato solo una piccola parte delle risorse finanziarie necessarie. Nel 2000, il valore dei titoli superava di poco i 20 miliardi di euro, circa il 3% dei debiti finanziari complessivi. Nel 2009, il peso delle obbligazioni aveva superato il 6%, avvicinandosi in valore ai 90 miliardi. Questo processo ha registrato una sensibile accelerazione negli ultimi cinque anni: a settembre 2014, il valore dei titoli delle imprese italiane ha superato i 160 miliardi; il peso sul totale dei debiti si è avvicinato al 13%, quasi raddoppiando rispetto al 2009.

L'importanza delle banche all'interno della struttura finanziaria delle imprese italiane, sebbene ancora significativa, si è, dunque, ridotta: all'inizio degli anni Duemila, assorbivano quasi il 70% dei debiti finanziari complessivi, un livello sostanzialmente uguale a quello del 2011. In valore, si era, però, passati da 470 miliardi di euro nel 2000 a 880 nel 2011, spiegando più dei due terzi dell'aumento dei debiti totali. A settembre 2014, i debiti bancari delle società non finanziarie ammontavano a poco più



di 820 miliardi, un calo di oltre il 6% rispetto al 2011; il peso sul totale si è ridotto di 3,6 punti percentuali, scendendo sotto il 65%.

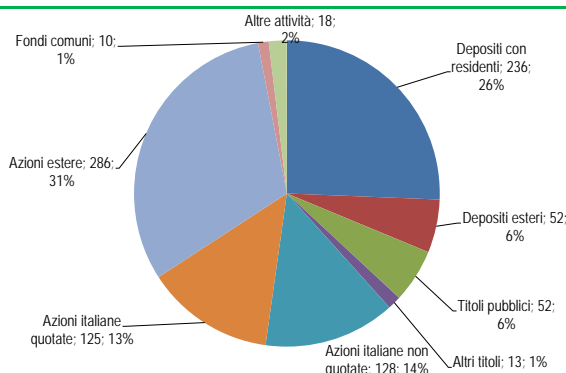
### Più investimenti esteri nel portafoglio delle imprese italiane

A fronte di debiti finanziari stabili, nel corso degli ultimi anni, si è assistito ad un aumento del valore delle attività finanziarie detenute dalle imprese italiane.

Le attività, che comprendono i depositi, i titoli, le azioni e partecipazioni e i fondi comuni, erano arrivate a valere quasi 1.000 miliardi di euro nel 2007, crescendo di circa il 60% in cinque anni. Nella prima parte della crisi era stata, però, registrata una sensibile flessione, che aveva portato il valore complessivo poco sopra gli 800 miliardi nel 2011. Negli ultimi tre anni, è stato recuperato circa il 10%, superando nuovamente i 900 miliardi a settembre 2014. Il rapporto tra attività e passività finanziarie è tornato sopra il 70%, con una crescita di circa 7 punti percentuali.

### Le attività finanziarie delle società non finanziarie italiane

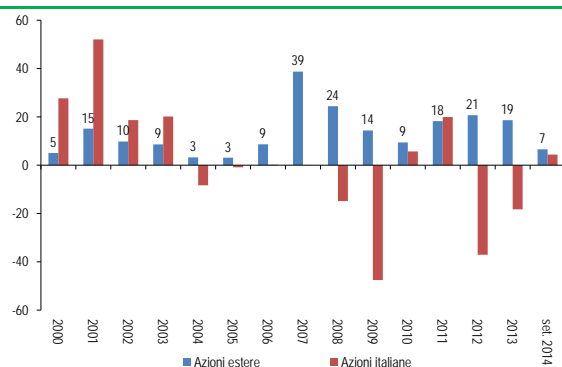
(set. 2014; miliardi di euro; % del totale)



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

### Investimenti in azioni delle società non finanziarie italiane

(flussi netti; miliardi di euro)



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

L'aumento del valore delle attività finanziarie detenute dalle società non finanziarie italiane è sia il frutto della ripresa delle quotazioni sia il risultato dell'afflusso di nuove risorse, sebbene gli investimenti si siano ridotti in maniera significativa come effetto del peggioramento delle condizioni economiche. Dall'inizio della crisi, le imprese italiane hanno complessivamente investito in attività finanziarie più di 40 miliardi di euro di nuove risorse. Solo nel 2009 e nel 2012 sono stati registrati disinvestimenti netti. Nei primi nove mesi dello scorso anno, i nuovi investimenti si sono avvicinati ai 20 miliardi.

Questo maggior valore destinato all'acquisto di attività finanziarie è, però, il risultato di scelte differenti tra le diversi tipologie di strumenti. Negli ultimi anni, le imprese italiane hanno prima di tutto mostrato l'esigenza di accantonare risorse a scopo precauzionale, probabilmente come reazione alla costante incertezza che caratterizza lo scenario esterno. Dall'inizio della crisi, oltre 50 miliardi di euro sono stati investiti nei depositi, che sono arrivati a rappresentare quasi un terzo del totale delle attività. Al contrario, si è assistito ad un disinvestimento netto nel comparto dei titoli per un valore prossimo ai 30 miliardi nel complesso degli ultimi sette anni. Di particolare interesse quanto accaduto alle azioni e partecipazioni, che da sempre rappresentano la voce principale del portafoglio finanziario delle società italiane: si tratta, per una buona parte, di azioni non quotate, rappresentative, quindi, di investimenti effettuati dalle imprese nel capitale

di altre aziende, italiane o estere, probabilmente non come investimento di natura finanziaria ma come risultato di scelte legate all'organizzazione della struttura produttiva. Negli ultimi sei anni, le imprese italiane hanno destinato quasi 25 miliardi di euro di nuove risorse per l'acquisto di azioni o partecipazioni di altre aziende. Tutto questo è, però, il risultato di un disinvestimento netto nel comparto delle azioni italiane, emesse cioè da aziende residenti in Italia, per quasi 90 miliardi di euro, a fronte di nuovi investimenti in azioni estere per oltre 110 miliardi. La composizione del portafoglio azionario detenuto dalle imprese italiane è, quindi, cambiata in maniera significativa: le azioni estere sono arrivate a rappresentare oltre la metà del totale, da valori intorno al 20% nel periodo precedente la crisi.

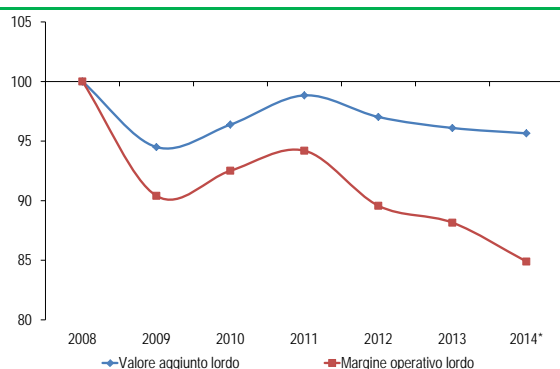
Questi dati, oltre a restituire una rappresentazione di un comparto imprenditoriale sempre più internazionalizzato, forniscono un'ulteriore chiave di lettura della flessione registrata in Italia dalla produzione industriale e dagli investimenti.

### Il costo del lavoro penalizza i risultati delle imprese

Passando dalla struttura finanziaria ai conti economici, i primi dati relativi allo scorso anno, sebbene non ancora definitivi, confermano un ulteriore peggioramento delle condizioni delle imprese italiane. Nel 2014, il reddito lordo da impresa delle società non finanziarie, misura che approssima l'utile prima delle imposte della contabilità aziendale al lordo degli ammortamenti, è sceso sotto i 300 miliardi di euro, posizionandosi sui valori minimi degli ultimi quindici anni. Dall'inizio della crisi sono stati persi circa 50 miliardi, un calo stimabile in quasi il 15%.

#### La struttura produttiva nei conti economici delle società non finanziarie italiane

(2008=100)

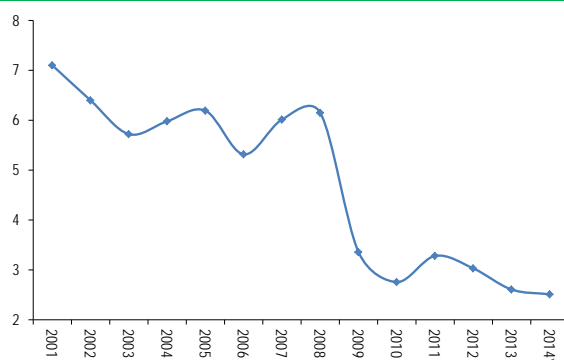


2014: stima

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

#### L'onere medio del debito delle società non finanziarie italiane

(valori %)



2014: stima

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

I conti economici mostrano con chiarezza il ruolo che il peggioramento delle condizioni economiche generali ha nello spiegare una parte dei risultati delle imprese. Emerge, però, anche una più articolata difficoltà delle aziende italiane nell'adattare la struttura dei costi al mutato contesto esterno, nonostante un'attenta gestione del processo produttivo.

Negli ultimi anni, la flessione dei volumi prodotti ha portato ad un'ancora più ampio taglio dei costi: il valore aggiunto, sebbene si sia ridotto, è rimasto stabile se considerato in rapporto al valore della produzione. Al contrario, il costo lordo del lavoro,



comprensivo dell'imposizione fiscale e dei contributi, ha manifestato una certa rigidità; negli ultimi quattro anni, si è stabilizzato intorno ai 400 miliardi, rimanendo sui valori più alti dalla metà degli anni Novanta ed arrivando ad assorbire quasi il 60% del valore aggiunto, a fronte di livelli intorno al 50% registrati nei dieci anni precedenti la crisi. Il margine operativo lordo ha conseguentemente subito una flessione particolarmente ampia, perdendo in rapporto al valore aggiunto circa 5 punti percentuali in sette anni.

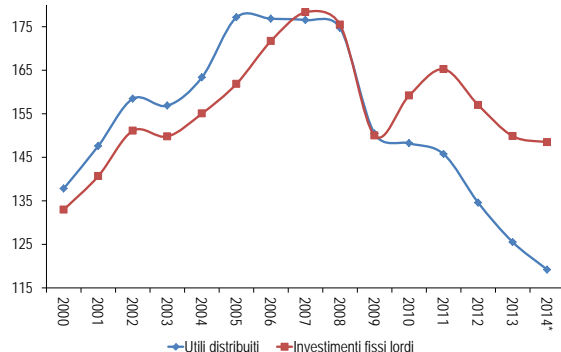
Un sostegno alle imprese è, invece, giunto da un contesto finanziario complessivamente più favorevole. I redditi da capitale hanno fornito un contributo positivo al risultato economico complessivo delle società non finanziarie. Gli interessi passivi pagati dalle aziende italiane come costo dei finanziamenti in essere si sono ridotti in maniera significativa, stabilizzandosi intorno ai 30 miliardi di euro, mentre prima della crisi erano arrivati a superare i 70 miliardi. Questo favorevole andamento è il risultato sia della moderata evoluzione dei debiti finanziari sia del forte calo dei tassi di interesse. L'onere medio del debito per le società non finanziarie è sceso intorno al 2,5%, mentre nel 2008 superava il 6%. Gli interessi passivi assorbono oggi solo poco più del 10% del margine operativo lordo prodotto, mentre prima della crisi superavano il 20%.

### Pochi investimenti, ma ancora troppi gli utili distribuiti dalle imprese italiane

Nel corso degli ultimi anni, in un contesto caratterizzato da crescita negativa dell'economia, persistente incertezza sul futuro ed elevato grado di sottoutilizzo della capacità produttiva, le società non finanziarie italiane hanno ridotto in maniera rilevante gli investimenti. Nel 2014, la spesa complessiva si è attestata intorno ai 150 miliardi di euro, con una flessione superiore al 15% rispetto agli anni precedenti la crisi.

#### Investimenti e utili distribuiti dalle società non finanziarie italiane

(miliardi di euro)

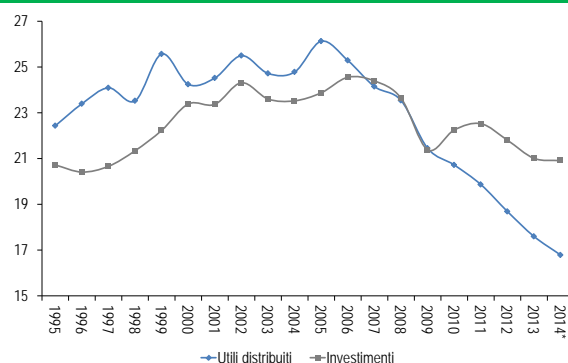


2014: stima

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

#### Investimenti e utili distribuiti dalle società non finanziarie italiane

(% del valore aggiunto)



2014: stima

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Contemporaneamente, le imprese italiane sono state costrette a rivedere le proprie politiche sui dividendi, tagliando gli utili distribuiti più degli investimenti. Nel 2008, le imprese destinavano agli investimenti circa 175 miliardi di euro, grosso modo lo stesso importo distribuito sotto forma di utili. Di circa 740 miliardi di valore aggiunto prodotto un quarto veniva destinato agli investimenti e un altro quarto veniva distribuito ai soci. In sette anni, gli investimenti sono stati ridotti di quasi 30 miliardi, gli utili distribuiti di circa 60.

Nonostante questi diversi andamenti, guardando quanto accaduto negli ultimi anni, quello che colpisce non è tanto l'ampio ridimensionamento dei dividendi, quanto soprattutto la brusca flessione del tasso di investimento, misurato dal rapporto tra gli investimenti e il valore aggiunto, per gli effetti che queste scelte possono produrre sull'efficienza e sulla capacità futura delle imprese di generare ricchezza. Negli ultimi anni il tasso di investimento delle imprese italiane si è stabilizzato intorno al 20%, il valore più basso dalla seconda metà degli anni Novanta.

Tutti questi numeri contenuti nei conti economici forniscono utili spunti di riflessione per ragionare su quali leve agire per favorire un recupero degli investimenti aziendali, reso ancor più necessario dalle difficoltà incontrate dalle società non finanziarie nell'adeguare la propria struttura produttiva al rallentamento dei volumi di vendita. I conti delle imprese, sebbene riportino un peggioramento delle condizioni generali, mostrano margini sufficienti per sostenere una solida ripartenza della spesa in conto capitale. Infatti, sebbene il peso degli utili distribuiti sul valore aggiunto sia sceso di oltre 9 punti percentuali negli ultimi nove anni, nel contesto attuale la politica dei dividendi, così come viene rappresentata dai conti economici, appare forse ancora generosa: tra il 2008 e il 2014, le imprese italiane hanno distribuito sotto forma di utili ai propri azionisti 140 miliardi di euro in media ogni anno, un importo pari a oltre quattro volte il taglio apportato agli investimenti dall'inizio della crisi. Questo è accaduto anche nei periodi di più profonda recessione: nel biennio 2012-13, mentre il Pil scendeva di oltre il 4% e gli investimenti totali dell'economia si riducevano di più del 12%, le imprese italiane distribuivano circa 250 miliardi di euro di utili.



## Storie diverse nel mercato del lavoro italiano

M. Longobardi ☎ 06-47020398 – maria.longobardi@external.bnmail.com

In Italia, tra il III trimestre 2008 e il III trimestre 2014, il numero degli occupati ha subito una riduzione di oltre il 4% (circa 970mila unità). Sulla flessione ha pesato il brusco calo dei lavoratori indipendenti che, sebbene rappresentino solo un quarto degli occupati, spiegano circa il 40% della diminuzione totale. In Spagna, la riduzione del numero di lavoratori indipendenti ha contribuito solo per il 20% al calo complessivo, mentre in Germania e Francia il trend degli occupati è stato quasi esclusivamente il frutto dell'andamento dei lavoratori dipendenti.

Nonostante il calo degli ultimi anni, gli indipendenti in Italia hanno ancora un peso significativo sul totale degli occupati: il 24% italiano si confronta con il 18% spagnolo, l'11% tedesco e il 12% francese. La particolarità italiana risulta maggiormente accentuata per i lavoratori senza dipendenti, che rappresentano oltre il 70% del totale indipendenti. In Francia e in Germania tale percentuale si abbassa rispettivamente di 8 e 11 punti percentuali.

Tra i lavoratori dipendenti, la crisi ha penalizzato in misura maggiore quelli con contratto a tempo indeterminato, diminuiti di circa 570mila unità. L'incertezza legata al futuro ha infatti orientato le imprese verso tipologie di contratto più flessibili: nel III 2014, solo l'11% dell'aumento dei lavoratori dipendenti rispetto all'anno precedente era da attribuire a quelli a tempo indeterminato, contro l'86% del III 2008.

### Crisi e mercato del lavoro: gli indipendenti scontano il prezzo più alto

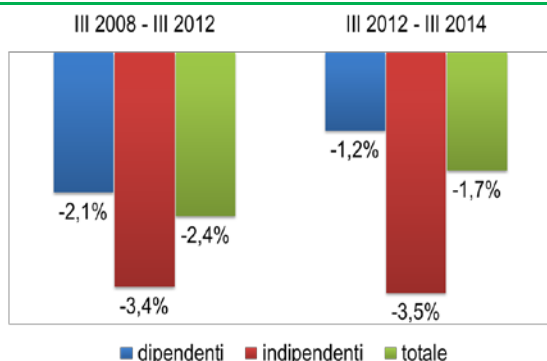
In Italia, il peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro manifestatosi nel corso degli ultimi sei anni ha interessato con maggiore intensità i lavoratori indipendenti. Questo è vero sia nella prima sia nella seconda parte della crisi.

Dal III 2008 al III 2012, gli occupati si sono ridotti del 2,4% (-570mila unità). La flessione dei lavoratori indipendenti ha raggiunto il 3,4% (-202mila unità) mentre quella dei dipendenti si è fermata poco sopra il 2%. Dal III 2012 al III 2014 entrambe le posizioni professionali hanno sperimentato riduzioni simili e pari a circa 200mila unità. Data la diversa ampiezza dei due sottoinsiemi di occupati, il calo ha rappresentato una flessione dell'1,2% per i dipendenti e del 3,5% per gli indipendenti.

Complessivamente, negli ultimi sei anni, gli occupati totali si sono ridotti del 4%: i dipendenti hanno risentito di una riduzione pari al 3%, mentre i lavoratori indipendenti sono risultati in calo del 7%. Nonostante rappresentino solo un quarto del totale, i lavoratori indipendenti spiegano oltre il 40% della flessione complessiva. Dei 4 punti percentuali persi, infatti, 2,4 sono da imputare alla riduzione dei lavoratori dipendenti e 1,7 a quella degli indipendenti.

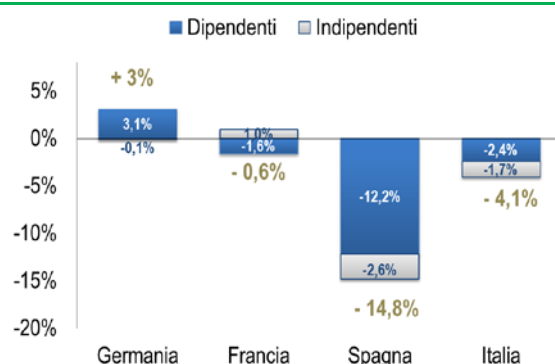
Negli altri paesi europei la variazione degli indipendenti ha pesato in maniera nettamente inferiore. In Spagna, ad esempio, la flessione del 14,8% registrata nel numero di occupati tra il III 2008 e il III 2014 è da imputare per oltre l'80% al calo dei lavoratori dipendenti. Ancor meno rilevante risulta tale contributo in Germania e in Francia. Nel primo caso, l'aumento degli occupati ha beneficiato completamente della variazione positiva dei dipendenti, mentre il numero degli indipendenti nello stesso periodo è rimasto pressoché costante. In Francia, i lavoratori indipendenti sono risultati in aumento dal III 2008 al III 2014, mentre i dipendenti si sono ridotti dell'1,8% contribuendo ad una flessione del numero di occupati totale dello 0,6%.

**Variazioni del numero di occupati  
in Italia tra il III 2008 e il III 2014**  
(15 anni e più)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

**Contributi alla variazione degli occupati  
tra il III 2008 e il III 2014**  
(15 anni e più; valori percentuali)



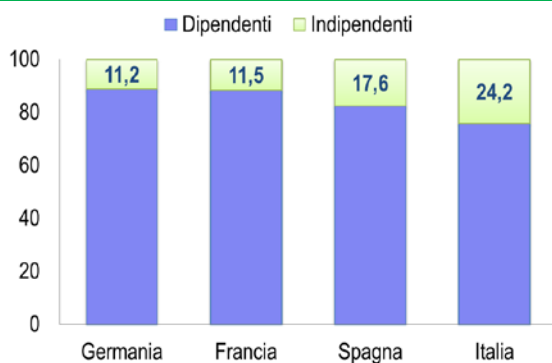
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

**Rimane significativo il peso degli indipendenti in Italia**

Nonostante il calo sofferto, il peso degli indipendenti all'interno degli occupati risulta in Italia più alto di quanto registrato nelle altre principali economie europee. Il 24% italiano si confronta con il 18% in Spagna, l'11% in Germania e il 12% in Francia. Dietro la particolarità italiana vi sono diverse motivazioni.

**Composizione occupati  
per posizione professionale**

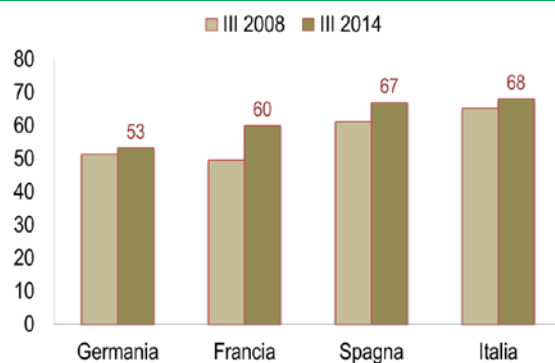
(15 anni e più; % del totale occupati; III trim 2014)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

**Peso dei lavoratori indipendenti  
senza dipendenti**

(15 anni e più; % del totale occupati indipendenti;)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

In Italia, dei 5,5 milioni di indipendenti, un milione e mezzo svolge la propria attività impiegando dipendenti. Gli indipendenti con dipendenti rappresentano il 6,4% degli occupati totali. Negli altri paesi, le percentuali si abbassano al 5,2% per la Spagna, al 4,8% per la Germania e al 4,2% per la Francia. Su tale differenza pesa il numero delle piccole imprese, sede dell'attività lavorativa dell'imprenditore/lavoratore indipendente, presenti in Italia in misura significativa.

I restanti 4 milioni di lavoratori indipendenti in Italia svolgono la propria attività senza avvalersi di dipendenti. Per questa tipologia, la distanza dagli altri paesi risulta ancora

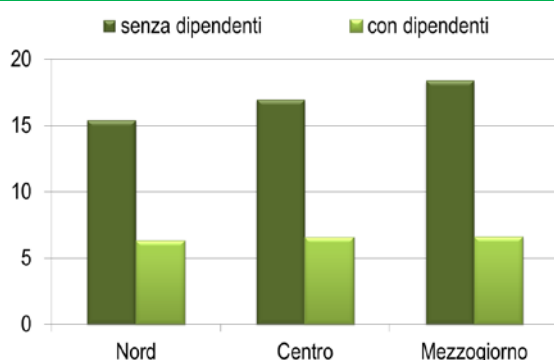
più ampia: il 16,5% del totale occupati in Italia si confronta con l'11,8% in Spagna, il 6,9% in Francia e il 5,9% in Germania. In Italia, circa il 70% dei lavoratori indipendenti non utilizza dipendenti. In Francia e in Germania il peso di questa categoria sul totale degli indipendenti è inferiore rispettivamente di 8 e 11 punti percentuali.

Uno dei fattori alla base del 70% italiano potrebbe essere identificato nelle cosiddette "false partite IVA", lavoratori nati da un processo di trasformazione di alcune occupazioni dipendenti in attività svolte da lavoratori indipendenti. Il maggior peso degli indipendenti senza dipendenti potrebbe inoltre essere il risultato delle scelte di chi, ritenendo difficile la ricerca di lavoro dipendente, apre una partita iva senza però che ci sia una base solida di reddito prodotto.

Questi fenomeni sembrano essersi accentuati durante la crisi: il peso dei senza dipendenti sul totale indipendenti è aumentato di 3 punti percentuali tra il III trimestre 2008 e il III trimestre 2014. La principale spinta verso tale tendenza proviene dai liberi professionisti che non utilizzano dipendenti, in salita del 14%. Tra gli indipendenti, la percentuale di liberi professionisti senza dipendenti è aumentata di 3,5 punti percentuali, al contrario di quanto avvenuto ai lavoratori in proprio, il cui peso, in crescita tra il III 2008 e il III 2009 di 2 punti percentuali, è poi ritornato ai livelli pre-crisi.

### Lavoratori indipendenti in Italia per aree geografiche

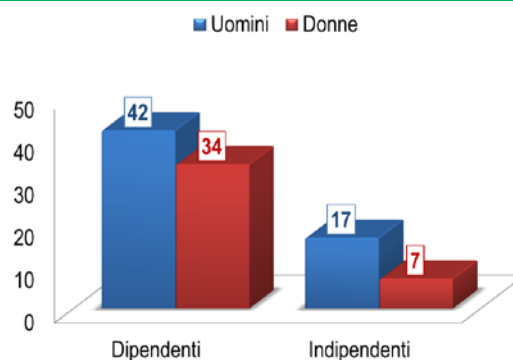
(15 anni e più; % occupati, III trim 2014)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

### Composizione dei lavoratori in Italia, per profilo professionale e genere

(15 anni e più; % del totale occupati, III trim 2014)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

L'importanza del numero di lavoratori indipendenti in Italia è un fenomeno generalizzato che riguarda l'intero paese, con alcune piccole differenze.

Analizzando la questione per aree geografiche, si evidenzia come l'incidenza dei lavoratori indipendenti sul totale degli occupati nel Mezzogiorno, pari al 26%, sia superiore di 3 punti percentuali rispetto al peso che essi hanno al Nord. Questo risultato è interamente dovuto alla percentuale di lavoratori senza dipendenti: nel Mezzogiorno il peso degli indipendenti senza dipendenti è infatti pari al 18,4% contro il 15,4% del Nord. Nel complesso, Sud e Isole assorbono il 25,9% del numero di occupati totale e il 28% dei lavoratori indipendenti, mentre il Nord rispettivamente il 52,6% e il 50%.

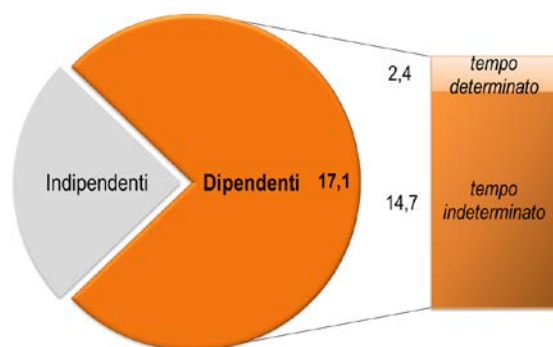
Ulteriori differenze si riscontrano poi tra uomini e donne: circa il 70% dei lavoratori indipendenti è, infatti, di sesso maschile. In tutte le aree geografiche, gli indipendenti uomini sono il doppio delle donne, eccetto che nel Mezzogiorno, dove si giunge a quasi il triplo.

## La crisi orienta le imprese verso una maggiore flessibilità

Sebbene la flessione dei lavoratori dipendenti risulti meno ampia di quella degli indipendenti, il peso di questa componente sul totale degli occupati rende opportuno comprendere cosa si nasconde dietro il dato complessivo.

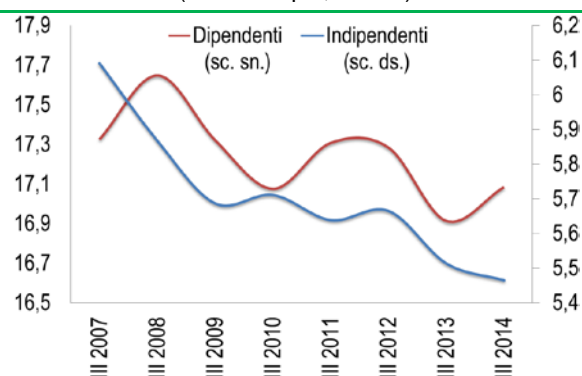
### Composizione occupati in Italia

(15 anni e più; milioni; III 2014)



### Andamento del numero di occupati in Italia

(15 anni e più; milioni)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Dall'inizio della crisi la flessione dei lavoratori dipendenti, pari a circa 563 mila unità (-3,2%), si è distribuita in maniera differente tra le diverse tipologie di contratto. Tra il III 2008 e il III 2014 la riduzione dei lavoratori a tempo indeterminato è stata pari al 3,8%, equivalente a 570mila unità. La variazione dei contratti a tempo determinato è invece risultata lievemente positiva (+0,5%), ma non rilevante ai fini dell'andamento complessivo del numero di lavoratori dipendenti.

Questi andamenti sono il risultato delle diverse dinamiche che hanno caratterizzato lo scenario occupazionale italiano nelle fasi di crisi e raccontano come le imprese italiane abbiano adattato le proprie scelte ad uno scenario esterno in costante evoluzione.

All'inizio della recessione, la rapida ed improvvisa flessione della domanda aveva condotto ad una riduzione dell'occupazione agendo sulla tipologia di contratto più flessibile, nella speranza che la crisi, sebbene severa, risultasse di breve durata. Tra il III 2008 e il III 2009, infatti, i lavoratori a tempo determinato si erano ridotti di circa 220mila unità (-9%), mentre la flessione registrata dai lavoratori a tempo indeterminato era risultata nettamente inferiore e pari a poco meno dell'1%.

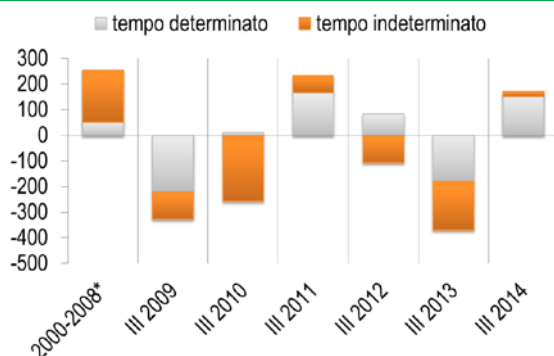
Il protrarsi della crisi ha però reso non sufficiente un'azione limitata ai soli lavoratori a tempo determinato, portando tra il III 2009 e il III 2010 ad un taglio degli indeterminati di 258mila unità, variazione che si è tradotta in una riduzione simile del numero di dipendenti totale.

La severità della recessione ha influenzato le scelte degli imprenditori anche nella fase di debole ripresa che ha interessato l'economia italiana tra il 2010 e il 2011. In quel periodo chi decideva di assumere lo faceva con contratti a tempo determinato (in crescita del 7,6% in un anno), mentre il lavoro a tempo indeterminato contribuiva in maniera nettamente inferiore alla crescita dei lavoratori dipendenti. Tra il III 2011 e il III 2012 le variazioni sono risultate addirittura di segno opposto, con un aumento del numero di lavoratori a tempo determinato totalmente annullato dalla diminuzione dei dipendenti a tempo indeterminato.



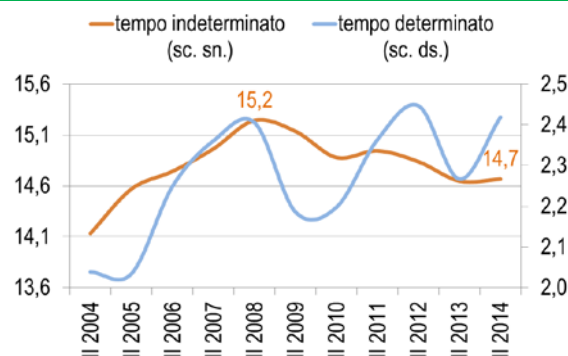
### Variazioni nel numero di dipendenti in Italia per tipologia di contratto

(15 anni e più; migliaia; var. annuale)



### Andamento delle diverse tipologie di lavoro dipendente in Italia

(15 anni e più; milioni)



\*media annua delle variazioni

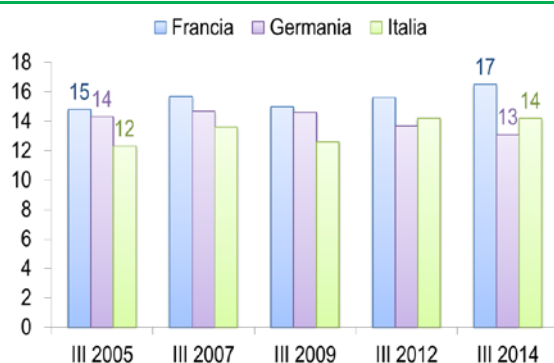
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

La nuova recessione iniziata a fine 2011, e ancora in corso nello scorso anno, non ha fatto che accentuare l'esigenza delle imprese di vedere la propria struttura produttiva maggiormente in grado di rispondere ad un contesto sempre più incerto. Per questo motivo, la moderata ripresa dell'occupazione registrata tra il III 2013 e il III 2014 ha continuato ad essere strettamente legata alla variazione dei lavoratori a tempo determinato, aumentati di circa 152mila unità, a fronte di una crescita del lavoro a tempo indeterminato pari a solo 19mila unità.

### Peso dei lavoratori a tempo determinato nei principali paesi europei

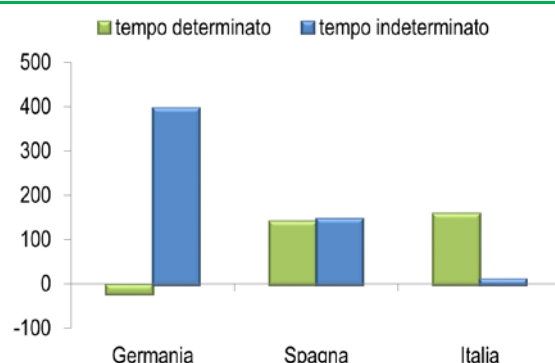
(15 anni e più; % totale lavoratori dipendenti)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

### Variazione dei dipendenti nei principali paesi europei tra III 2013 e III 2014

(15 anni e più; migliaia)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

I dati degli ultimi 6 anni mostrano come le difficoltà della crisi e l'incertezza sul futuro abbiano portato le imprese verso la ricerca di una maggiore flessibilità.

Precedentemente alla crisi, l'aumento del numero di lavoratori dipendenti, pari in media a +250mila unità l'anno, era da attribuire alla variazione dei lavoratori a tempo indeterminato. In particolare, tra il III 2007 e il III 2008, l'86% dell'aumento dei lavoratori dipendenti era dovuto a quelli con contratto a tempo indeterminato, mentre solo il restante 14% era da attribuire ai dipendenti a tempo determinato. Oggi invece,

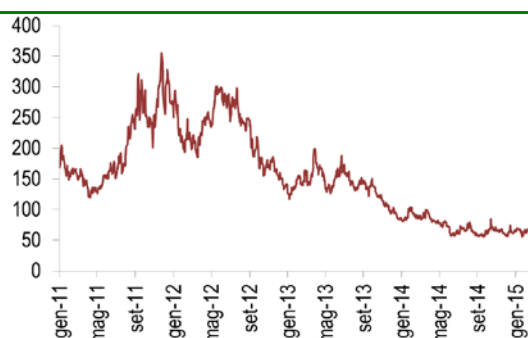
l'incremento dei lavoratori dipendenti è quasi interamente frutto dell'aumento dei contratti a tempo determinato. Nel III 2014 il peso degli occupati a tempo indeterminato sull'aumento dei lavoratori dipendenti rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente è stato pari a solo l'11%, contro l'89% per i lavoratori a tempo determinato.

L'ampiezza di questo fenomeno non è riscontrabile nelle altre economie. In Spagna, il contributo dei lavoratori a tempo determinato alle variazioni del numero di dipendenti è stato pari a quello dei lavoratori a tempo indeterminato. In Germania, invece, dal 2011 il numero di contratti a tempo determinato si è presentato in netta diminuzione e l'aumento dei dipendenti nel III trimestre 2014 ha continuato ad essere strettamente legato alla variazione dei lavoratori a tempo indeterminato.



## Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

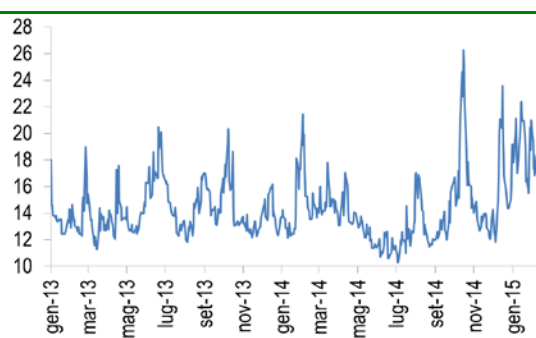
**Indice Itraxx Eu Financial**



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio rimangono su livelli storicamente bassi. L'indice si attesta a 68.

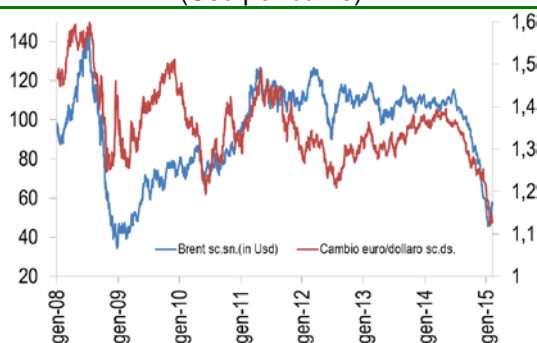
**Indice Vix**



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix segnala un aumento della volatilità.

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



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €\$ scende a 1,13, con una variazione negativa del 17% rispetto all'anno precedente. Il prezzo del petrolio di qualità Brent (\$57 al barile) risulta dimezzato rispetto ai valori di giugno.

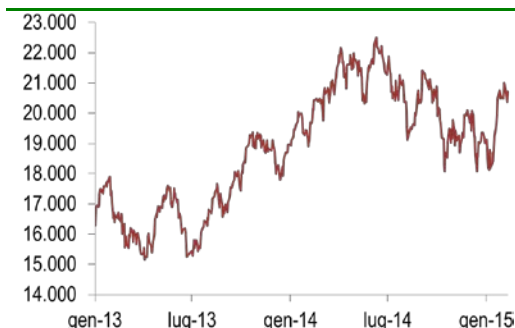
**Prezzo dell'oro**  
(Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

L'oro quota 1.237 dollari l'oncia.

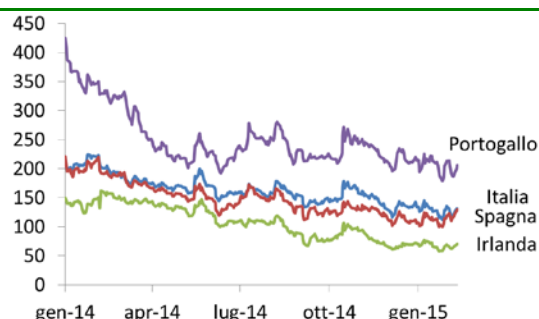
**Borsa italiana: indice Ftse Mib**



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib riprende quota: +14% rispetto a inizio anno. L'indice si attesta a 20.726.

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



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 206 pb per il Portogallo, 70 pb per l'Irlanda, 130 pb per la Spagna e 131 pb per l'Italia.

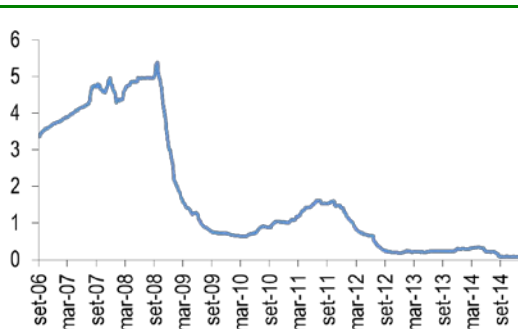
**Indice Baltic Dry**



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry è pari a quota 556, un valore di circa il 50% inferiore rispetto allo scorso anno.

**Euribor 3 mesi (val. %)**



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m resta sotto lo 0,10%.

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.

