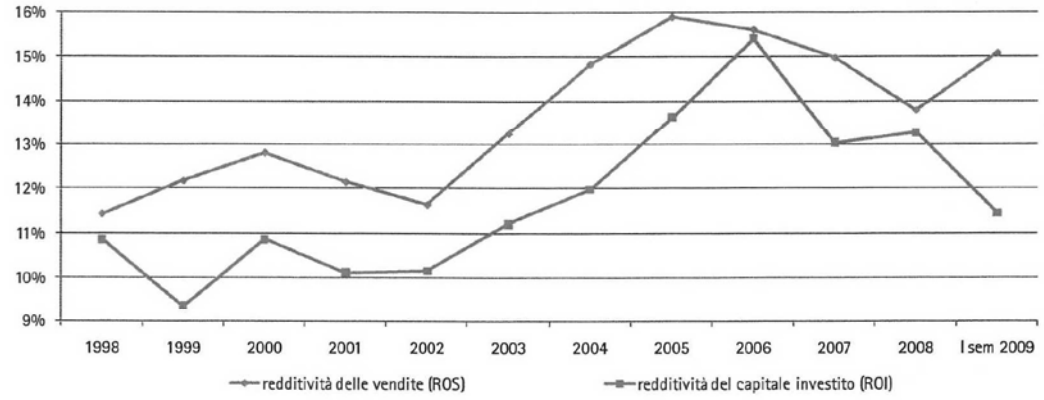
Fig. 7 Redditività dei principali gruppi quotati non finanziari italiani

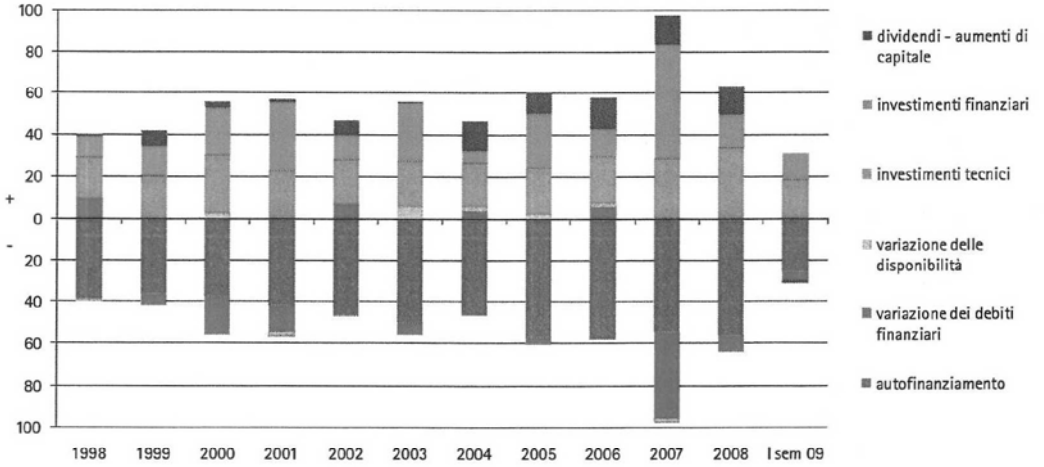


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S; i dati del primo semestre 2009 sono di fonte Worldscope. A partire dal 2004 i dati sono riferiti ai bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali Ias/Ifrs. Nel calcolo degli indicatori del primo semestre 2009 il margine operativo netto e il fatturato sono stati annualizzati. Confronta Note metodologiche.

2 I flussi finanziari

Nel primo semestre dell'anno l'autofinanziamento ha continuato a rappresentare la fonte di risorse più importante per i principali gruppi quotati non finanziari italiani, pesando per l'87 per cento sul totale dei flussi di cassa in entrata (Fig. 8). Per la prima volta in oltre 10 anni gli aumenti di capitale hanno superato i dividendi distribuiti (di circa 1,3 miliardi di euro).

Fig. 8 Impieghi (+) e fonti (–) di risorse finanziarie per i principali gruppi quotati non finanziari italiani
(miliardi di euro)

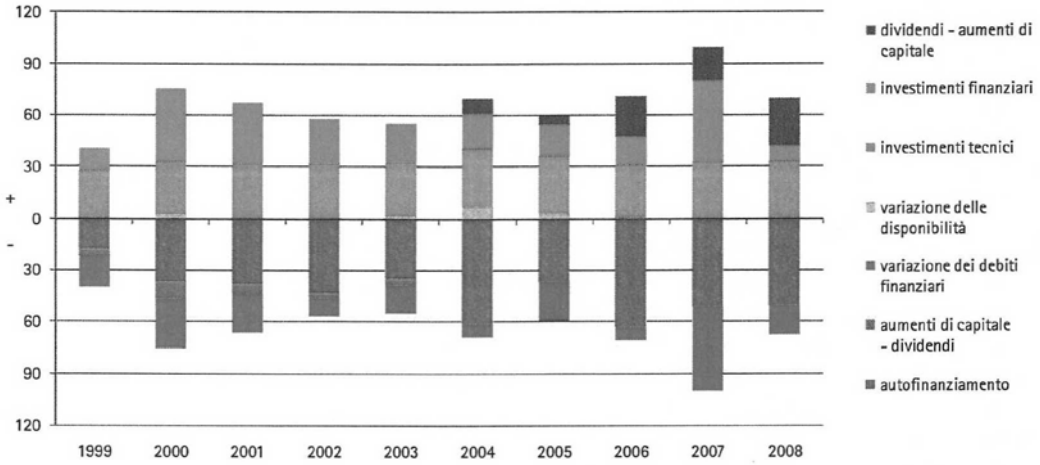


Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

Le risorse finanziarie sono state impiegate principalmente per effettuare investimenti tecnici (18 miliardi di euro) e investimenti finanziari (12 miliardi di euro).

Nel 2008 l'autofinanziamento (pari a 50 miliardi di euro) rappresenta la fonte prevalente di risorse finanziarie anche per un campione di circa 2.000 imprese italiane censito da Mediobanca e in parte coincidente con quello dei grandi gruppi quotati. Dal lato degli impieghi, l'ammontare degli investimenti tecnici rimane elevato (33 miliardi di euro nel 2008 contro 32 miliardi di euro nel 2007), mentre l'ammontare degli investimenti finanziari è diminuito da 47,5 miliardi di euro nel 2007 a 9 miliardi nel 2008 (-80 per cento circa). Le risorse finanziarie destinate agli azionisti (dividendi al netto degli aumenti di capitale) sono invece cresciute da 20 a 27 miliardi di euro (+39 per cento) (Fig. 9).

Fig. 9 Impieghi (+) e fonti (–) di risorse finanziarie per le grandi imprese non finanziarie italiane
(miliardi di euro)



Fonte: Mediobanca, "Dati cumulativi di 2.022 società italiane", edizione 2009. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto.

3 La qualità del credito

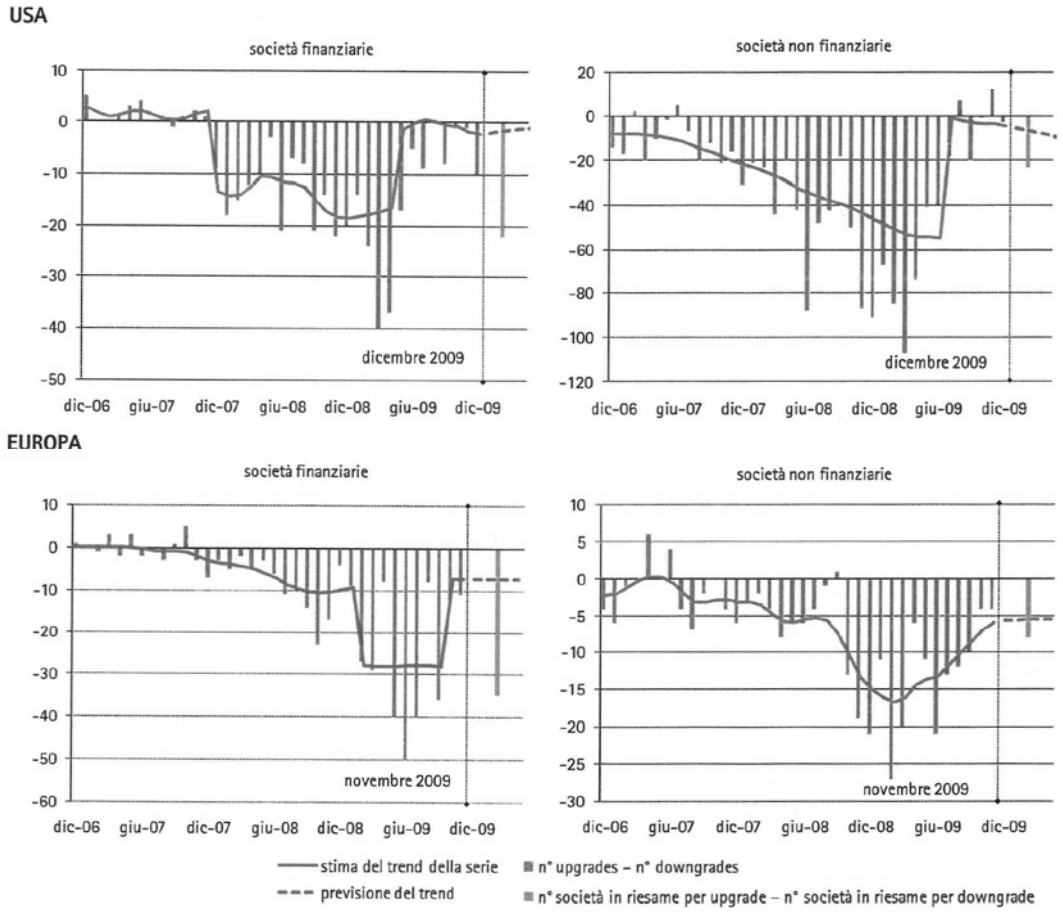
Nei primi mesi del 2009 sono state numerose le revisioni al ribasso del rating delle società sia finanziarie che *corporate*. I giudizi delle agenzie hanno tuttavia segnato un miglioramento della qualità del credito degli emittenti nella seconda metà dell'anno, in corrispondenza con la ripresa dei mercati azionari (si veda il §1 del successivo Capitolo II "*I mercati*") (Fig. 10).

Negli Usa, la differenza tra il numero di revisioni al ribasso (*downgrades*) e il numero di revisioni al rialzo (*upgrades*) dei giudizi rilasciati dall'agenzia di rating Moody's ha raggiunto un picco nel mese di marzo 2009 sia per le società non finanziarie (107) che finanziarie (40). Successivamente, l'intensità del processo di

downgrading si è ridotta: a dicembre 2009 la differenza tra *downgrades* e *upgrades* risultava pari a 3 per le società non finanziarie e 10 per le società finanziarie.

In Europa, la differenza fra revisioni al ribasso e revisioni al rialzo si è ridotta gradualmente a partire dal secondo semestre 2009, scendendo a dicembre 2009 a quota 11 per le società finanziarie (contro 50 a giugno) e a quota 4 per le società *corporate* (contro 21 a giugno).

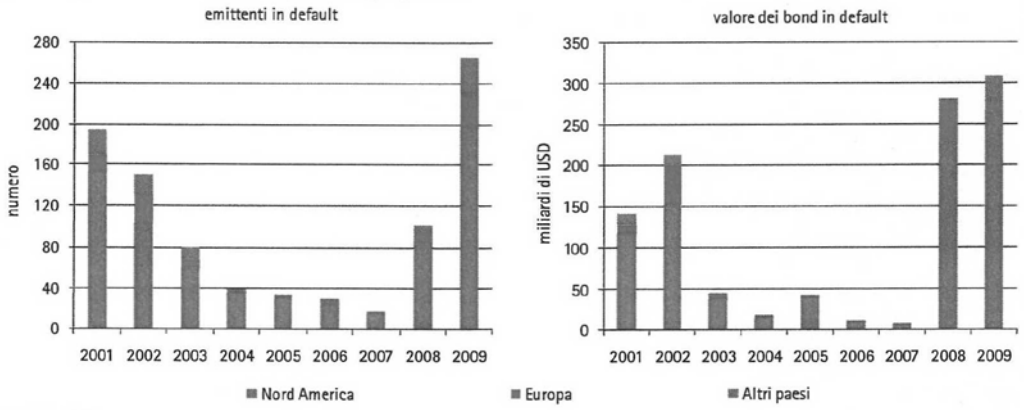
Fig. 10 Differenza fra *upgrades* e *downgrades*
(dati mensili; settembre 2002 - dicembre 2009)



Fonte: Moody's. La componente di lungo periodo è stimata attraverso tecniche non parametriche di analisi delle serie storiche.

Nel 2009 il numero di emittenti di obbligazioni classificate in *default* è aumentato ulteriormente, passando da 101 a 266; l'incremento del valore dei *bonds* dichiarati in *default* è stato tuttavia lieve, da 281 a 309 miliardi di euro (+10 per cento; Fig. 11).

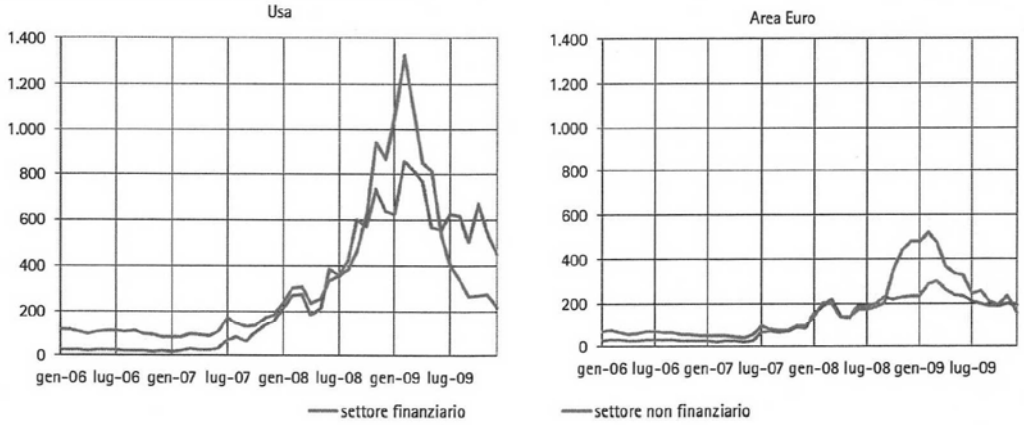
Fig. 11 ***Corporate bond*** **in** ***default*** **per area geografica**



Fonte: Moody's.

L'andamento del costo della protezione dal rischio di insolvenza è stata simile a quello rilevato per i cambiamenti di rating. Le quotazioni dei *credit default swap* (Cds) sono, infatti, cresciute nel primo semestre 2009 per poi diminuire, attestandosi su livelli comunque superiori a quelli rilevati prima della crisi (Fig. 12).

Fig. 12 Quotazioni dei contratti di ***credit default swap*** **con scadenza a 5 anni su emittenti quotati**
(punti base; dati mensili da gennaio 2006 a dicembre 2009)



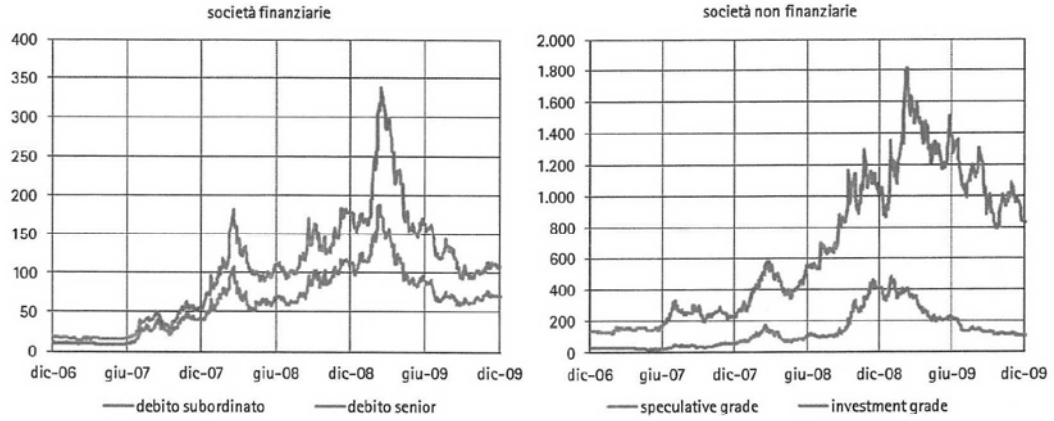
Fonte: Thomson Reuters-Datastream. I dati sono calcolati come medie degli indici Datastream settoriali relativi a *credit default swap* con scadenza 5 anni. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1 per cento del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Negli Usa le quotazioni dei Cds delle società *corporate* si sono mantenute su livelli superiori a 1.000 punti base nei primi tre mesi del 2009, per poi gradualmente scendere a 215 punti base a dicembre 2009 (contro 184 a dicembre 2007). Analogamente le quotazioni dei Cds delle società finanziarie sono aumentate

da 636 punti base a dicembre 2008 a 816 punti base a marzo 2009, per poi diminuire a quota 453 a dicembre 2009 (contro 153 a dicembre 2007) .

Anche in Italia le quotazioni dei Cds, pur avendo subito una forte diminuzione a partire da marzo 2009, si sono portate a livelli superiori a quelli rilevati nel periodo precedente alla crisi sia per le società finanziarie che non finanziarie (Fig. 13).

Fig. 13 Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 5 anni su emittenti quotati italiani
(punti base; dati giornalieri dal 31/12/2006 al 31/12/2009)



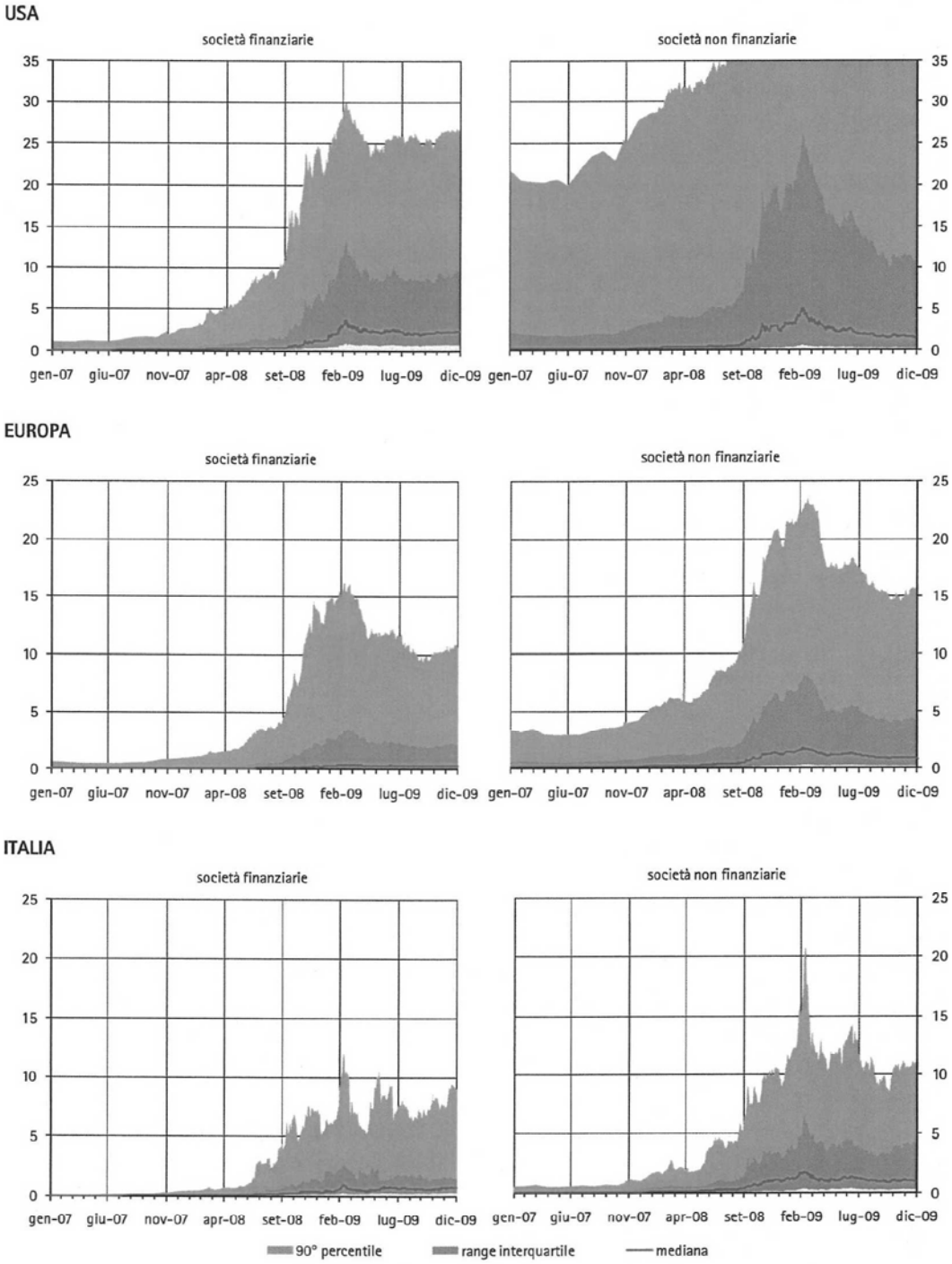
Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters-Datastream. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* di imprese con uguale rating, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere relative ai principali gruppi bancari. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio di credito) si impegna a pagare, ogni anno, al venditore della protezione l'1 per cento del valore nominale dell'obbligazione o del credito sottostante.

Il graduale miglioramento della qualità del credito delle società quotate si è riflesso, nel corso dell'anno, anche in una riduzione della probabilità di *default* (stimata tramite modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza); tuttavia, nel mese di dicembre tali probabilità risultavano ancora superiori a quelle rilevate nel periodo precedente alla crisi.

Da marzo 2009 a dicembre 2009, la probabilità di *default* mediana delle società quotate americane (50° percentile della distribuzione di probabilità di *default*) è passata, nel settore finanziario, dal 4 al 3 per cento circa (contro lo 0,2 per cento a gennaio 2008), mentre nel settore *corporate* è diminuita dal 5 al 2 per cento circa (contro lo 0,8 per cento a gennaio 2008; Fig. 14).

In Europa, da marzo 2009 a dicembre 2009, la probabilità di *default* mediana si è ridotta dallo 0,4 allo 0,3 per cento nel settore finanziario (contro lo 0,1 per cento a gennaio 2008), e dall'1,7 allo 0,85 per cento nel settore *corporate* (a fronte dello 0,2 per cento a gennaio 2008).

Fig. 14 Distribuzione della probabilità di *default* delle società quotate
(dati giornalieri dal 31/01/2007 al 31/12/2009)



Fonte: Moody's KMV - Credit Edge.