



## La struttura finanziaria dei paesi OCSE alla vigilia della crisi

*L'attuale crisi economica affonda le sue origini negli squilibri finanziari accumulati nell'ultimo decennio in vari paesi e, in particolare, negli Stati Uniti. In questo contesto, la risposta alla crisi delle diverse economie dipenderà, in larga misura, dalla struttura della ricchezza finanziaria detenuta dagli operatori nazionali e dal loro livello di indebitamento. In particolare, il nostro paese ha un'amministrazione pubblica particolarmente indebitata, ma può anche vantare una esposizione passiva sull'estero sensibilmente inferiore a quella di gran parte dei paesi europei e una posizione finanziaria del settore privato migliore della media delle economie industriali. Queste caratteristiche non portano, ovviamente, a isolare il nostro sistema dalle ripercussioni della crisi finanziaria e dai rischi di stretta creditizia, tenuto anche conto del fatto che la quota di indebitamento a breve termine di famiglie e imprese è andata aumentando negli ultimi anni, approssimandosi alla media degli altri paesi OCSE. A parità di pressione fiscale, la necessità di pagare gli interessi sul debito pubblico sottrae risorse alla produzione dei servizi pubblici, alla spesa sociale e agli investimenti in infrastrutture, oltre a distorcere la distribuzione dei redditi a favore dei detentori dei titoli di stato. Tale problema è particolarmente acuto nel nostro paese, tuttavia, guardando all'insieme dell'area OCSE, è possibile riscontrare una sorta di complementarità tra il livello di indebitamento pubblico e l'ammontare della ricchezza finanziaria netta del settore privato. Ad esempio, in Giappone, dove il settore pubblico ha un debito pari a quasi due volte il PIL, famiglie e imprese possono contare su una ricchezza finanziaria netta pari a poco meno di due volte mezza il reddito prodotto in un anno, mentre, all'opposto, in Finlandia il settore privato ha una posizione netta pesantemente passiva, mentre quello pubblico ha un disavanzo relativamente modesto. Al momento, i paesi con la situazione finanziaria complessiva (privata e pubblica) più equilibrata, e quindi meno esposti a rischi, sono Germania e Austria. Altrove si registrano situazioni più o meno critiche per una o più categorie di operatori, con una maggiore "concentrazione" di indicatori negativi per Belgio, Giappone, Irlanda, Portogallo e paesi anglosassoni. Una delle incognite dell'attuale crisi è legata alla struttura del patrimonio delle famiglie, che è sempre più legato all'andamento delle quotazioni azionarie. Nel caso degli Stati Uniti, all'inizio della crisi, le famiglie detenevano azioni e partecipazioni per quasi 1,7 volte il PIL e sono quindi estremamente esposte alle fluttuazioni dei mercati. Nel caso italiano, invece, la quota delle partecipazioni è molto più modesta e quindi anche una ulteriore flessione delle quotazioni azionarie porterebbe ad una perdita patrimoniale per le famiglie relativamente limitata. Gli attuali livelli dei tassi di interesse sembrano tener conto solo in parte del rischio legato alla posizione finanziaria del settore privato dei singoli paesi. L'interesse dei mercati finanziari sembra infatti concentrato essenzialmente sull'ammontare relativo del debito pubblico e sul saldo con l'estero, mentre è ancora insufficiente l'attenzione per la situazione delle famiglie e delle imprese. Una maggiore considerazione delle caratteristiche della posizione di questi operatori porterebbe a mutare il ranking internazionale nella "classifica" del rischio dei vari paesi.*

### *Le origini finanziarie dell'attuale crisi*

L'attuale crisi economica affonda le sue origini negli squilibri finanziari accumulati nell'ultimo decennio in vari paesi e, in particolare, negli Stati Uniti. La globalizzazione degli scambi e la liberalizzazione dei mercati hanno infatti incoraggiato ingenti movimenti di capitali tra i paesi, che hanno contribuito a finanziare sia i governi, sia gli operatori privati in misura superiore rispetto al passato. Questa tendenza è stata assecondata, quasi ovunque, da politiche monetarie accomodanti, spesso dettate dalla necessità di limitare gli effetti di crisi finanziarie locali, come quella asiatica e dei paesi dell'America Latina degli ultimi anni novanta, o globali, come lo scoppio della bolla speculativa sulla *new economy* alla fine del 2000.

La liquidità immessa nei vari sistemi economici è stata moltiplicata dalla creazione di strumenti finanziari sempre più sofisticati, che, almeno in linea di principio, consentivano di ripartire i rischi su un numero sempre crescente di soggetti. In vari paesi, tuttavia, la diffusione di tali strumenti ha contribuito a deresponsabilizzare gli enti erogatori dei finanziamenti, che si trovavano nella condizione di poter ampliare impieghi e guadagni riducendo al minimo la propria esposizione. Soprattutto negli Stati Uniti, che avevano già una lunga tradizione di concessione di credito anche a soggetti a rischio medio-alto, i nuovi strumenti finanziari hanno incoraggiato l'erogazione di finanziamenti per operazioni ad alto contenuto speculativo oppure a creditori poco affidabili. In particolare, si è diffusa la pratica della *asset-backed securitization* (Abs), ovvero il finanziamento garantito soltanto dai possibili introiti futuri del beneficiario, che potevano consistere anche solo in eventuali guadagni in conto capitale sugli *assets* reali o finanziari acquistati grazie al finanziamento ottenuto. Negli ultimi anni, la diffusione di prodotti derivati legati a crediti difficilmente esigibili ha contribuito ad allargare la cosiddetta crisi dei *sub prime* a tutti i soggetti in possesso di

titoli legati, sia pure indirettamente, a queste operazioni.

Quando, nella seconda metà del 2004, la Fed ha gradualmente iniziato ad aumentare i tassi di interesse, sono cominciate ad emergere le difficoltà di rimborso da parte di molti debitori, con ripercussioni sull'intero sistema dei titoli basati sulle operazioni Abs. I primi contraccolpi si sono registrati sul mercato immobiliare, che aveva maggiormente beneficiato del credito concesso alle famiglie e che ha visto, quasi ovunque, un vistoso calo dei prezzi delle abitazioni. Tuttavia, inizialmente, la deregolamentazione dei mercati finanziari avviata a metà degli anni novanta, e probabilmente anche l'adozione di *standard* contabili non adeguati ai nuovi mercati, hanno consentito a numerose istituzioni finanziarie di mascherare le perdite accumulate, propagando ulteriormente il contagio anche attraverso l'emissione di altri titoli "tossici", ovvero ad altissimo rischio e poco trasparenti per i sottoscrittori. Anche a causa di queste operazioni di *window dressing*, l'esplosione della crisi, nell'agosto 2007, è stata particolarmente violenta ed ha coinvolto istituzioni finanziarie di lunga tradizione su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Nel giro di pochi mesi, inoltre, la crisi finanziaria ha coinvolto molti piccoli risparmiatori ed istituzioni in possesso di titoli tossici ed ha determinato una restrizione del credito per famiglie e imprese, che ha finito per deteriorare il quadro economico reale in tutto il mondo.

In questo contesto, la risposta alla crisi dei vari paesi dipende, in larga misura, dalla struttura della ricchezza finanziaria degli operatori nazionali e dal loro livello di indebitamento. In una fase di caduta delle quotazioni azionarie e di aumento del rischio di qualsiasi strumento finanziario, gli operatori con portafogli più "tradizionali" tendono a risentire meno della crisi. Allo stesso modo, le economie più soggette agli effetti del *credit crunch* sono quelle con un indebitamento più elevato.

### La posizione finanziaria verso l'estero

Un primo indicatore del livello di esposizione complessivo delle diverse economie viene dal rapporto tra il debito accumulato verso l'estero e il PIL, che misura l'ammontare dei finanziamenti che non si compensano tra gli operatori nazionali, ma attingono a risorse esterne. In caso di crisi, un elevato peso di questa tipologia di debito può incidere negativamente, perché il peggioramento delle aspettative degli investitori si accompagna all'aumento del costo del rifinanziamento (per la copertura del premio di rischio) e, nei casi peggiori, può determinare una fuoriuscita di capitali e la conseguente riduzione delle risorse a disposizione del mercato interno per gli investimenti.

Dall'esame degli ultimi conti finanziari dei diversi paesi pubblicati dall'OCSE, emerge che, all'inizio della crisi, l'economia più "esposta" verso l'estero era quella irlandese, che ha ricevuto da operatori stranieri fondi pari ad oltre 13 volte il PIL annuale, seguita a distanza da quella olandese (con un rapporto tra debito estero e PIL dell'ordine di quasi 7 volte), dal Regno Unito e dal Belgio (entrambi con un debito estero pari a circa 5 volte il PIL). Nel 2007, l'ammontare dei debiti esteri era dell'ordine di 2 - 3 volte il PIL in quasi tutti gli altri paesi dell'OCSE, con l'eccezione del Giappone (che è l'unica economia con debiti esteri inferiori alla ricchezza prodotta in un anno), degli Stati Uniti (117% del PIL nel 2007, ma con i *caveat* che vedremo tra breve) e dell'Italia (129%).

Ovviamente, queste cifre riflettono la crescente internazionalizzazione di tutte le economie, evidenziata anche dall'aumento del rapporto tra debito estero e PIL registrato in tutti i paesi negli ultimi anni. Il peso dei capitali esteri dipende anche dal diverso grado di apertura delle varie economie, che nel caso dell'Irlanda, del Benelux e del Regno Unito, attirano ingenti flussi di investimenti diretti e di capitali finanziari dall'estero.

### DEBITO VERSO L'ESTERO (percentuale rispetto al PIL)

Paese	2005	2006	2007
Austria	252,6	284,0	293,1
Belgio	431,6	461,5	484,3
Danimarca	208,9	217,3	240,6
Finlandia	211,9	222,5	239,3
Francia	232,7	261,0	275,5
Germania	170,2	177,5	185,6
Giappone	77,4	81,7	-
Grecia	148,8	165,5	189,4
Irlanda	1214,8	1304,0	1358,8
<b>Italia</b>	<b>116,9</b>	<b>125,5</b>	<b>129,0</b>
Norvegia	141,2	171,6	187,4
Paesi Bassi	582,8	619,1	677,6
Portogallo	244,0	261,5	277,2
Regno Unito	424,4	442,3	501,8
Spagna	180,1	199,1	212,9
Stati Uniti	93,1	106,4	116,8
Svezia	231,1	235,0	248,0

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

Tali fondi hanno indubbiamente contribuito allo sviluppo delle rispettive economie, ma restano una componente suscettibile di fluttuazioni, anche ampie ed imprevedibili, legate all'andamento del clima di fiducia degli operatori. Da questo punto di vista, in caso di difficoltà generalizzate, potrebbero risultare più robuste economie relativamente più "chiuse", come quelle giapponese, statunitense ed italiana.

Il rischio maggiore è ovviamente associato alle attività a breve termine (moneta, depositi, debiti commerciali, prestiti e titoli a breve, derivati), che possono essere rapidamente ritirate dai titolari, soprattutto in caso di aspettative negative sulla solvibilità paese. Anche in base a questo indicatore, l'economia più esposta appare quella irlandese (con debiti a breve verso l'estero che equivalgono all'incirca ad 8 volte il PIL annuale), seguita da Regno Unito (quasi 6 volte), Belgio (4,5 volte) e Paesi Bassi (3,6). Si conferma anche la bassissima esposizione del Giappone (che nel 2006 aveva debiti a breve per meno del 15% del PIL) e la posizione comparativamente più solida di Stati Uniti,

Spagna e Italia. In tutti i casi, eccetto che per il Giappone, l'ammontare complessivo delle attività a breve termine detenute da operatori esteri appare comunque rilevante.

Le forme di finanziamento del debito estero possono essere diverse. Nella maggior parte dei casi, la copertura deriva dalla cessione di titoli, azioni e partecipazioni. Pertanto l'ammontare del debito estero corrisponde ad altrettanti investimenti degli operatori stranieri nelle diverse economie nazionali. In altri casi, il debito è coperto, in gran parte, dalla valuta nazionale e dai depositi detenuti da stranieri. Al netto di questa componente, spicca la posizione debitoria netta di paesi come la Grecia (in rosso verso l'estero per un ammontare che sfiora la metà del PIL), la Spagna e gli Stati Uniti (che presentano lo sbilancio più elevato in termini assoluti). Per tutti questi paesi, la fiducia nelle rispettive valute nazionali gioca dunque un ruolo determinante per la sostenibilità del debito estero. Una crisi che dovesse investire il dollaro o l'euro potrebbe dunque avere effetti estremamente negativi su tali economie. All'opposto, Belgio Irlanda, Regno Unito e Paesi Bassi sembrano molto meno esposti a simili rischi.

DEBITO VERSO L'ESTERO A BREVE TERMINE  
(percentuale rispetto al PIL)

Paese	2005	2006	2007
Austria	129,0	163,2	175,1
Belgio	397,3	406,2	454,9
Danimarca	158,7	159,0	194,9
Finlandia	108,1	104,1	117,5
Francia	219,5	242,1	265,2
Germania	121,7	128,7	140,2
Giappone	14,7	13,2	-
Grecia	70,1	79,0	99,6
Irlanda	704,9	724,0	774,2
<b>Italia</b>	<b>71,6</b>	<b>81,8</b>	<b>91,1</b>
Norvegia	94,9	112,6	122,4
Paesi Bassi	281,1	323,8	364,0
Portogallo	156,7	163,3	169,0
Regno Unito	479,8	486,4	579,3
Spagna	78,0	81,0	86,2
Stati Uniti	32,9	38,2	40,9
Svezia	103,9	117,2	128,4

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

SALDO FINANZIARIO VERSO L'ESTERO AL NETTO DI  
MONETA E DEPOSITI  
(percentuale rispetto al PIL)

Paese	2005	2006	2007
Austria	39,5	45,4	51,9
Belgio	191,9	191,8	223,8
Danimarca	55,7	56,3	67,5
Finlandia	3,4	5,3	-4,2
Francia	68,4	74,0	80,7
Germania	57,3	62,8	62,8
Giappone	34,9	44,4	-
Grecia	-47,6	-52,5	-49,4
Irlanda	179,6	203,6	240,0
<b>Italia</b>	<b>10,7</b>	<b>15,8</b>	<b>20,6</b>
Norvegia	73,6	80,9	81,5
Paesi Bassi	122,5	145,6	154,1
Portogallo	6,6	3,6	-2,2
Regno Unito	155,8	151,3	197,0
Spagna	-15,0	-31,2	-37,3
Stati Uniti	-9,3	-12,5	-17,3
Svezia	32,7	44,2	40,0

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

### La ricchezza finanziaria netta degli operatori nazionali

Le diverse categorie di operatori nazionali offrono una maggiore o minore resistenza alle crisi finanziarie anche in base al saldo netto tra attività e passività. In generale, disavanzi ampi e persistenti nel tempo, come quelli che caratterizzano quasi tutte le amministrazioni pubbliche e le imprese, rendono questi soggetti più esposti alle fasi di restrizione del credito e di aumento dei tassi di interesse. Al contrario, saldi positivi come quelli delle famiglie in tutti i paesi dell'OCSE, assicurano una maggiore capacità di resistenza anche in condizioni difficili.

In base agli ultimi dati disponibili, le famiglie sembrano avere una posizione finanziaria abbastanza solida in quasi tutti i paesi dell'OCSE, con la sola eccezione di quelle norvegesi (la cui ricchezza finanziaria netta non raggiunge neanche il 20% del PIL). Nel 2007, le famiglie con i migliori saldi finanziari erano quelle statunitensi (con un rapporto tra ricchezza netta e PIL di 2,5), seguite da quelle giapponesi (2,4), belghe (2,2), italiane e inglesi (1,9). Tuttavia, come vedremo tra

breve, questo risultato sconta una incidenza molto differente della componente azionaria sul portafoglio degli operatori. Pertanto, già nel 2008, la posizione finanziaria di queste famiglie potrebbe essersi fortemente deteriorata.

Tra le imprese, quelle relativamente più patrimonializzate appaiono quelle irlandesi (con un debito netto di oltre il 60% del PIL) e tedesche (66%), mentre le più esposte sono quelle statunitensi e finlandesi (con un saldo negativo che supera il PIL di circa il 70%), seguite, a poca distanza, dalle aziende portoghesi, spagnole e inglesi. Le imprese italiane (con un saldo finanziario negativo sostanzialmente pari al PIL) si collocano a metà classifica.

Le sole amministrazioni pubbliche con saldi finanziari positivi sono quelle scandinave: in Norvegia l'avanzo è addirittura dell'ordine di una volta e mezzo il PIL, in Finlandia del 71%, in Svezia del 21% e in Danimarca del 3%. Lo stato irlandese è sostanzialmente in pareggio, mentre le altre amministrazioni presentano conti più o meno in rosso, con un massimo di oltre l'80% in Giappone e in Italia.

RICCHEZZA FINANZIARIA NETTA  
 (percentuale rispetto al PIL)

Paese	Famiglie (a)			Imprese (b)			Amministrazioni pubbliche		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria	104,9	115,2	114,4	-84,0	-94,0	-91,9	-37,6	-33,2	-30,7
Belgio	222,5	227,6	220,5	-116,0	-131,6	-114,2	-82,0	-77,0	-73,0
Danimarca	105,1	109,5	98,3	-74,8	-88,7	-95,3	-8,9	-2,6	3,1
Finlandia	73,2	72,9	65,9	-148,4	-157,5	-168,0	57,8	67,3	71,1
Francia	126,0	129,4	126,3	-92,9	-107,0	-115,8	-43,1	-37,5	-34,4
Germania	117,7	122,6	124,5	-59,5	-60,8	-66,1	-49,8	-48,1	-44,6
Giappone	233,7	237,1	-	-117,4	-118,1	-	-81,9	-83,2	-
Grecia	105,9	98,3	85,8	-81,5	-87,7	-90,3	-84,2	-76,6	-68,8
Irlanda	81,1	76,4	58,7	-82,9	-66,6	-60,0	-6,3	-1,2	-0,3
<b>Italia</b>	<b>203,2</b>	<b>202,4</b>	<b>192,8</b>	<b>-102,0</b>	<b>-102,3</b>	<b>-100,4</b>	<b>-93,7</b>	<b>-90,6</b>	<b>-87,6</b>
Norvegia	22,6	21,4	18,2	-92,9	-102,1	-107,8	123,5	137,7	143,9
Paesi Bassi	174,8	172,7	163,6	-95,8	-91,3	-91,1	-35,0	-31,4	-27,8
Portogallo	126,2	125,8	122,9	-142,1	-152,0	-162,3	-44,5	-43,5	-43,5
Regno Unito	188,7	189,3	186,1	-140,6	-151,2	-145,9	-27,2	-27,8	-29,0
Spagna	95,3	100,1	93,2	-125,1	-145,7	-157,9	-30,4	-24,1	-19,1
Stati Uniti	240,3	251,7	252,5	-164,2	-171,4	-172,6	-43,6	-42,7	-43,4
Svezia	97,3	101,3	100,4	-117,6	-128,0	-136,2	4,1	16,1	21,0

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

(a) Compresa le istituzioni non profit a servizio delle famiglie.

(b) Esclude le banche e le altre istituzioni finanziarie.

### La posizione debitoria delle famiglie

Un altro fattore cruciale per valutare la resistenza delle economie agli shock finanziari è l'ammontare complessivo e la distribuzione relativa del debito tra gli operatori interni.

In caso di una crisi di fiducia, gli squilibri tra le posizioni delle diverse categorie di operatori economici possono infatti determinare importanti effetti redistributivi della ricchezza e del reddito. In particolare, i settori più indebitati rischiano di subire una restrizione creditizia più severa, con conseguente riduzione della domanda. In particolare, se l'indebitamento delle famiglie è elevato, una crisi finanziaria può avere effetti molto significativi sulla domanda per consumi e, di conseguenza, sulle prospettive a breve e medio termine dell'intera economia. Da questo punto di vista, la posizione italiana appare la più solida dell'area OCSE, con un indebitamento complessivo inferiore alla metà del PIL. Solo Austria, Belgio, Finlandia e Grecia possono vantare una situazione quasi altrettanto favorevole.

All'opposto, paesi come la Danimarca, l'Irlanda, i Paesi Bassi, il Portogallo, il Regno Unito e gli Stati Uniti presentano un indebitamento familiare superiore alla ricchezza prodotta ogni anno. In tutti i paesi, ad eccezione di Austria, Germania e Giappone (almeno fino al 2006), l'incidenza dei debiti delle famiglie appare crescente nel tempo, talvolta a ritmi accelerati come in Danimarca, Grecia, Irlanda e Spagna, dove il rapporto debito PIL per le famiglie è aumentato tra 11 e 16 punti percentuali in appena tre anni.

Anche per le famiglie, è opportuno distinguere tra l'indebitamento a breve, legato essenzialmente al credito al consumo, e quello a lungo termine, utilizzato essenzialmente per l'acquisto di immobili. Le due tipologie di debiti presentano diversi rischi in caso di un aggravamento della crisi. Una contrazione dell'indebitamento a breve termine potrebbe infatti portare ad una brusca contra-

zione dei consumi, specialmente di quelli durevoli, con un impatto "congiunturale" assai negativo. La minore disponibilità di crediti a medio e lungo termine avrebbe invece riflessi negativi anche sul medio e lungo periodo, perché contribuirebbe a deprimere il mercato immobiliare ed il settore delle costruzioni. Inoltre, i maggiori oneri per il servizio del debito potrebbero mettere a rischio lo *standard* di vita di molte famiglie e delle stesse imprese familiari.

DEBITO DELLE FAMIGLIE (a)  
(percentuale rispetto al PIL)

Paese	2005	2006	2007
Austria	54,4	53,5	53,4
Belgio	45,1	47,8	49,5
Danimarca	125,7	130,9	138,0
Finlandia	48,6	52,6	54,0
Francia	57,2	60,9	62,5
Germania	69,9	67,4	63,8
Giappone	81,1	80,2	-
Grecia	40,9	47,3	53,6
Irlanda	89,2	99,8	104,9
<b>Italia</b>	<b>43,7</b>	<b>46,0</b>	<b>48,0</b>
Norvegia	81,2	82,1	86,6
Paesi Bassi	110,2	113,9	116,7
Portogallo	93,8	98,0	101,9
Regno Unito	100,3	107,1	109,8
Spagna	77,5	85,3	88,9
Stati Uniti	98,7	102,7	104,8
Svezia	65,9	68,9	71,6

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

(a) Compresa le istituzioni *non profit* a servizio delle famiglie.

In base ai dati disponibili, in quasi tutti i paesi dell'OCSE i debiti a breve delle famiglie hanno un'incidenza inferiore al 15% del PIL, ma raggiungono punte tra il 20 e il 30% in Norvegia, Regno Unito e Stati Uniti. La stessa percentuale non raggiunge invece neanche il 10% in Austria, Belgio, Finlandia, Germania, Paesi Bassi, Spagna e Grecia. In questa classifica, le famiglie italiane si collocano su livelli di indebitamento a breve non più trascurabili (16% del PIL), seppure in linea con la media dell'OCSE. In caso di un aumento dei tassi di interesse di un punto percentuale sul credito al consumo, a causa di una possibile stretta

creditizia, le famiglie italiane, per rinnovare l'intero *stock* dei finanziamenti in essere, dovrebbero dunque ridurre le altre spese di circa 2,5 miliardi di euro, sottraendo quasi 3 decimi di punto alla dinamica, già prevedibilmente debole, dei consumi. Tenuto conto della distribuzione per scadenza del debito a breve, l'impatto di un simile aumento sarebbe comunque distribuito sull'arco di almeno un paio di anni.

DEBITO A BREVE TERMINE DELLE FAMIGLIE (a)  
(percentuale rispetto al PIL)

Paese	2005	2006	2007
Austria	6,8	6,5	6,3
Belgio	4,6	4,5	4,6
Danimarca	15,8	16,9	17,8
Finlandia	6,2	7,8	7,4
Francia	15,1	16,2	15,0
Germania	4,4	3,9	3,6
Giappone	11,8	12,4	-
Grecia	12,2	13,3	14,6
Irlanda	13,4	14,3	14,5
<b>Italia</b>	<b>15,8</b>	<b>15,9</b>	<b>16,1</b>
Norvegia	11,4	14,3	19,4
Paesi Bassi	1,2	0,7	1,5
Portogallo	17,2	16,7	17,5
Regno Unito	23,1	25,5	25,4
Spagna	9,2	9,8	9,1
Stati Uniti	28,1	28,9	30,6
Svezia	0,9	0,8	0,8

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

(a) Compresa le istituzioni non profit a servizio delle famiglie.

### La posizione delle imprese

Le imprese hanno tradizionalmente una posizione debitoria nei confronti degli altri settori istituzionali, se non altro perché raramente sono in grado di finanziare interamente con il proprio *cash flow* la spesa per investimenti. Il fabbisogno finanziario complessivo delle imprese dipende inoltre dalle immobilizzazioni in scorte e dallo sfasamento tra incassi e pagamenti.

Nell'area OCSE, le imprese mostrano un livello di indebitamento più uniforme rispetto alle famiglie. Solo in Grecia i debiti delle unità produttive sono inferiori ad una volta e mezzo il PIL e solo in Belgio, Spagna e Svezia sfiorano o supera-

no il 400% del PIL. Negli altri casi, la percentuale oscilla tra il 200% e il 300%.

Anche in questo caso, gli operatori italiani hanno una posizione vicina alla media dell'OCSE, con debiti che superano di poco 2 volte la ricchezza prodotta in un anno dal paese.

L'elevato ammontare del debito delle imprese fa sì che ogni aumento del costo del denaro si ripercuota sensibilmente sui conti aziendali. In particolare, in Italia, ogni punto in più di remunerazione del capitale peserebbe sui bilanci per 33,5 miliardi di euro, pari al 2,1% del PIL ed al 10,2% degli investimenti fissi lordi. Anche tenendo conto che il rinnovo completo dei finanziamenti alle imprese può richiedere anche una decina di anni, l'impatto di un aumento del costo del denaro sul PIL e sulla domanda annuale sarebbe comunque rilevante.

DEBITI DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE  
(percentuale rispetto al PIL)

Paese	2005	2006	2007
Austria	186,9	198,7	201,7
Belgio	403,8	474,4	471,3
Danimarca	277,9	322,0	304,9
Finlandia	292,9	305,1	318,7
Francia	333,0	364,1	374,4
Germania	163,9	173,6	183,6
Giappone	303,0	315,6	-
Grecia	134,5	138,6	146,9
Irlanda	267,9	265,9	247,0
<b>Italia</b>	<b>204,4</b>	<b>212,8</b>	<b>213,4</b>
Norvegia	241,9	262,1	280,3
Paesi Bassi	249,1	254,0	258,7
Portogallo	321,3	339,3	357,3
Regno Unito	266,3	279,4	281,5
Spagna	329,3	367,2	380,4
Stati Uniti	280,7	290,7	296,8
Svezia	391,8	403,7	399,3

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

In quasi tutti i paesi dell'OCSE, la maggior parte dell'indebitamento delle imprese è a medio e lungo termine ed è quindi destinato presumibilmente a finanziare gli investimenti. Solo in Belgio i crediti commerciali e a breve termine sono superiori al PIL (di una volta e mezza) e in Irlanda sono quasi pari alla ricchezza prodotta in un anno.

All'opposto, appare relativamente modesta l'esposizione a breve termine delle imprese austriache, finlandesi, tedesche, greche e svedesi, tutte con un rapporto debiti a breve su PIL inferiore al 40%. Le imprese italiane, con debiti a breve pari al 65% del PIL (sebbene in rapida crescita), si pongono sostanzialmente in linea con la media dell'area. Un eventuale razionamento del credito a breve termine, o una catena di fallimenti, avrebbero dunque effetti significativi sull'attività produttiva corrente anche nei paesi più robusti, dove ogni punto in più di interessi peserebbe comunque sui bilanci aziendali per lo 0,3% del PIL.

DEBITI A BREVE TERMINE DELLE IMPRESE  
NON FINANZIARIE  
(percentuale rispetto al PIL)

Paese	2005	2006	2007
Austria	26,6	30,9	32,1
Belgio	141,8	145,0	150,0
Danimarca	42,5	52,4	55,9
Finlandia	30,1	31,6	32,2
Francia	74,4	75,1	80,8
Germania	34,9	36,6	38,4
Giappone	47,3	52,0	
Grecia	22,9	22,0	23,2
Irlanda	102,5	105,3	97,1
<b>Italia</b>	<b>58,5</b>	<b>61,4</b>	<b>65,0</b>
Norvegia	48,8	48,7	54,4
Paesi Bassi	66,5	69,3	66,0
Portogallo	66,2	64,1	63,6
Regno Unito	53,2	59,2	61,2
Spagna	77,9	83,0	82,5
Stati Uniti	64,4	64,1	63,6
Svezia	40,4	38,8	38,1

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

### *La componente azionaria del portafoglio degli operatori*

L'effetto della crisi finanziaria sui diversi operatori dipende, in larga misura, dalla consistenza del rispettivo portafoglio azionario, che, in questa fase, è la componente certamente più soggetta a deprezzamento.

In effetti, la diffusione dell'investimento in azioni, quote di partecipazione in imprese e fondi azionari è piuttosto diversa nei vari paesi

dell'OCSE. Per quanto riguarda le famiglie, quelle con una maggiore propensione ad investimenti rischiosi erano, almeno fino al 2007, quelle statunitensi, che detengono titoli azionari pari a quasi 1,7 volte il PIL. Un calo delle quotazioni dell'ordine del 50%, come quello subito fino ad ora rispetto alla media del 2007, avrebbe dunque ridotto il patrimonio finanziario netto delle famiglie americane di oltre 12.000 miliardi di dollari (pari a circa un quarto del totale delle rispettive attività finanziarie).

In Europa, le partecipazioni azionarie delle famiglie sono molto rilevanti in Belgio (dove, nel 2007, raggiungevano un ammontare di poco superiore al PIL), nonché in Portogallo, Italia e Spagna, dove prevalgono gli investimenti in partecipazioni non quotate nelle aziende familiari, che sono meno soggette a scambi sul mercato. Le famiglie apparentemente più avverse al rischio sembrano invece quelle norvegesi (che detengono azioni e partecipazioni per meno del 20% del PIL), irlandesi, olandesi, austriache, tedesche, inglesi e greche (tutte con azioni valutabili in meno della metà del PIL). E' presumibile che, anche in caso di un ulteriore peggioramento della crisi, queste famiglie vedranno ridotto il proprio patrimonio in misura minore delle altre. Nel caso italiano, la flessione delle quotazioni verificatasi dal 2007 ad oggi, avrebbe comportato una perdita patrimoniale dell'ordine di 650 miliardi di euro, pari ad una media di circa 25.000 euro a famiglia e corrispondenti a poco meno del 20% delle attività finanziarie complessive.

La componente azionaria è rilevante anche in alcune amministrazioni pubbliche, per importi anche superiori al 60% del PIL in Norvegia (82%) e Finlandia (66%), che tuttavia comprendono essenzialmente quote di imprese sotto il controllo pubblico. Dove sono stati attuati massicci programmi di privatizzazione, questa quota è molto più modesta, con un minimo di appena il 2% negli Stati Uniti. Nel caso italiano, il settore pubblico detiene

**TITOLI AZIONARI IN PORTAFOGLIO**  
(percentuale rispetto al PIL)

Paese	Famiglie (a)			Imprese (b)			Amministrazioni pubbliche		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria	39,5	47,1	45,1	70,8	69,1	71,1	13,4	14,2	13,9
Belgio	100,6	112,5	107,8	147,4	188,7	193,3	6,8	7,2	7,5
Danimarca	64,0	74,6	69,7	138,9	160,5	135,5	15,2	15,0	15,2
Finlandia	55,6	59,3	54,6	54,8	58,1	57,1	55,3	63,3	65,9
Francia	48,7	53,1	50,5	140,0	155,2	150,7	19,8	22,3	24,4
Germania	46,8	47,7	47,2	54,0	60,2	65,2	6,8	7,0	6,7
Giappone	55,7	58,2	49,9	49,9	50,4		20,0	20,1	
Grecia	48,4	49,6	46,2	29,5	27,4	30,6	17,0	16,1	18,8
Irlanda	44,9	45,4	41,8	60,2	67,5	55,9	13,4	13,4	13,5
<b>Italia</b>	<b>92,0</b>	<b>90,3</b>	<b>81,2</b>	<b>51,1</b>	<b>55,7</b>	<b>55,1</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,4</b>
Norvegia	17,8	18,4	18,1	47,4	57,5	63,8	67,5	73,8	82,0
Paesi Bassi	44,0	43,8	42,2	41,3	46,7	49,6	9,5	8,1	8,6
Portogallo	89,9	90,5	87,1	83,5	91,7	99,5	15,4	15,4	15,4
Regno Unito	47,1	47,0	46,5	53,5	52,8	54,3	11,3	10,2	9,3
Spagna	73,2	80,8	76,9	95,5	108,4	110,3	7,8	7,9	7,9
Stati Uniti	157,1	167,6	167,3	23,6	25,2	27,4	2,0	2,0	2,0
Svezia	66,5	73,1	69,0	151,3	152,9	136,3	33,6	37,0	36,5

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

(a) Compresa le istituzioni non profit a servizio delle famiglie.

(b) Esclude le banche e le altre istituzioni finanziarie.

ancora azioni e partecipazioni valutabili in meno del 10% del PIL.

Le imprese, che detengono tradizionalmente la maggior parte delle quote del capitale di rischio (soprattutto attraverso le partecipazioni e le riserve), potrebbero essere esposte ai maggiori contraccolpi di una flessione generalizzata delle quotazioni. Da questo punto di vista, la situazione peggiore è quella delle aziende belghe (che hanno in portafoglio azioni per quasi 2 volte il PIL), francesi, danesi, svedesi e spagnole. Appare invece estremamente favorevole la posizione delle imprese statunitensi, che detengono una quota di partecipazioni inferiori al 30% del PIL. In Italia, le azioni presenti nel portafoglio delle aziende ammontano a circa il 55% del PIL, in linea con la maggior parte dei paesi europei.

### **Il debito pubblico**

Il debito pubblico, a differenza di quello privato, è soggetto a particolari restrizioni, legate essenzialmente alla necessità di finanziarlo tramite l'imposizione fiscale corrente o differita nel tem-

po. Il finanziamento del debito sovrano rischia inoltre di togliere risorse a quello delle attività produttive private e, in particolare, per gli investimenti. I vincoli istituzionali sul debito, come quelli stabiliti nell'Unione Europea, impediscono ai governi nazionali di stimolare la domanda interna secondo modalità non coordinate. Infine, a parità di pressione fiscale, la necessità di pagare gli interessi sul debito sottrae risorse alla produzione dei servizi pubblici, alla spesa sociale e agli investimenti in infrastrutture, oltre ad influire significativamente sulla distribuzione dei redditi a favore dei detentori dei titoli di stato.

In base alla definizione adottata dal SNA, che differisce lievemente da quella accolta dalla Commissione Europea<sup>1</sup>, solo in pochi paesi il debito pubblico supera la ricchezza prodotta in un anno. La situazione peggiore si riscontra in Giappone, dove il rapporto debito/PIL sfiora il 200%, in Italia, Grecia e Belgio, dove il rapporto è di poco superiore ad 1.

<sup>1</sup> In particolare, a differenza dei criteri adottati della Commissione Europea, le stime dei conti finanziari, utilizzate in questa elaborazione, tengono conto del valore di mercato dei vari assets, piuttosto che del valore nominale; contengono una stima dei debiti e dei crediti commerciali ed escludono i consolidamenti all'interno del settore.

DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (a)  
(percentuale rispetto al PIL)

Paese	2005	2006	2007
Austria	77,7	73,5	69,5
Belgio	107,2	101,9	100,8
Danimarca	55,4	49,4	43,3
Finlandia	54,0	49,5	46,0
Francia	84,4	80,4	79,2
Germania	71,7	70,0	66,2
Giappone	191,0	191,2	-
Grecia	125,9	118,5	114,5
Irlanda	34,6	30,6	30,0
<b>Italia</b>	<b>123,0</b>	<b>119,8</b>	<b>115,8</b>
Norvegia	64,3	71,4	68,1
Paesi Bassi	65,8	58,4	55,9
Portogallo	81,6	80,8	79,6
Regno Unito	53,5	53,3	53,8
Spagna	56,9	52,0	48,1
Stati Uniti	62,8	62,2	63,4
Svezia	64,3	57,1	51,0

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

(a) La definizione differisce lievemente da quella considerata ai fini della valutazione del debito all'interno dell'Unione Europea (vedi nota 1).

Il debito pubblico gode di condizioni di finanziamento generalmente più favorevoli rispetto a quello privato, grazie alle garanzie prestate dagli stati sovrani. Non sono mancati, tuttavia, casi, anche recenti, di stati, come l'Argentina, che hanno dichiarato *default*, ripudiando sostanzialmente il proprio debito pubblico, collocato soprattutto all'estero.

In ogni caso, l'ammontare del debito pubblico nei paesi dell'OCSE è quasi ovunque inferiore ad un terzo di quello delle imprese e, in molti casi, non raggiunge neanche quello delle famiglie. Solo in quattro casi (Giappone, Italia, Grecia e Austria) il settore pubblico ha debiti superiori al 30% di quelli delle imprese non finanziarie, mentre in molti casi si ferma ben al di sotto del 15%, con un minimo di appena il 12% in Irlanda.

Le passività pubbliche superano quelle delle famiglie per un massimo di 2,4 volte in Giappone e in Italia, di oltre due volte in Belgio e Grecia e di oltre il 100% in Austria, Francia e Germania. All'opposto, le famiglie sono molto più indebitate dello stato in Irlanda e Danimarca.

DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (a)  
RISPETTO A QUELLO PRIVATO

Paese	Rispetto alle famiglie			Rispetto alle imprese		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria	142,9	137,3	130,1	41,6	37,0	34,4
Belgio	237,4	213,0	203,7	26,5	21,5	21,4
Danimarca	44,1	37,7	31,4	19,9	15,3	14,2
Finlandia	111,1	94,1	85,2	18,4	16,2	14,4
Francia	147,6	132,0	126,7	25,3	22,1	21,2
Germania	102,5	103,8	103,7	43,7	40,3	36,1
Giappone	235,6	238,2	-	63,0	60,6	-
Grecia	308,1	250,8	213,8	93,6	85,5	78,0
Irlanda	38,8	30,6	28,6	12,9	11,5	12,1
<b>Italia</b>	<b>281,2</b>	<b>260,6</b>	<b>241,1</b>	<b>60,2</b>	<b>56,3</b>	<b>54,3</b>
Norvegia	79,1	86,9	78,7	26,6	27,2	24,3
Paesi Bassi	59,7	51,2	47,9	26,4	23,0	21,6
Portogallo	87,0	82,4	78,1	25,4	23,8	22,3
Regno Unito	53,3	49,8	49,0	20,1	19,1	19,1
Spagna	73,4	61,0	54,2	17,3	14,2	12,7
Stati Uniti	63,6	60,6	60,5	22,4	21,4	21,4
Svezia	97,5	82,9	71,2	16,4	14,1	12,8

Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

(a) La definizione differisce lievemente da quella considerata ai fini della valutazione del debito all'interno dell'Unione Europea (vedi nota 1).

In generale, è possibile osservare una sorta di complementarità tra il livello di indebitamento pubblico e l'ammontare della ricchezza finanziaria netta del settore privato. Ad esempio, in paesi come il Giappone, dove il settore pubblico ha un debito pari ad oltre due volte il PIL, famiglie e imprese possono contare su una ricchezza finanziaria pari a circa il 25% in più del PIL, mentre, all'opposto, in Finlandia il settore privato ha una posizione netta passiva (per il 100% del PIL), mentre il settore pubblico ha un passivo di circa la metà della ricchezza prodotta in un anno. Anche escludendo il caso limite del Giappone, la correlazione statistica tra l'incidenza sul PIL del debito pubblico e quella della ricchezza finanziaria privata è dell'ordine del 40 per cento.

Tale complementarità può essere spiegata, almeno in parte, dal ruolo svolto dal settore pubblico nei vari paesi nella realizzazione delle infrastrutture e per il finanziamento di servizi come la sanità e l'istruzione. Dove l'onere dei servizi è posto essenzialmente a carico di famiglie o imprese, queste sono spesso costrette ad attingere dalle proprie riserve finanziarie o ad indebitarsi. Questo fe-

nomeno è stato particolarmente evidente negli Stati Uniti, dove il credito a buon mercato ai clienti *subprime* ha, di fatto, rappresentato una forma di ammortizzatore sociale.

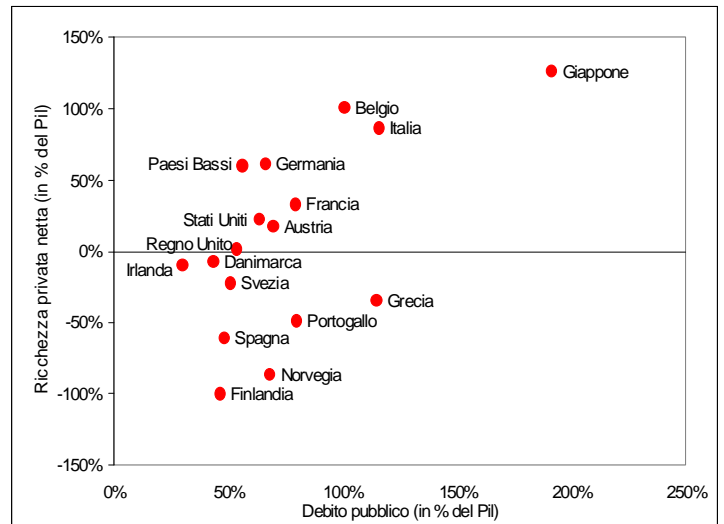
### La valutazione del rischio paese da parte dei mercati

Gli attuali livelli dei tassi di interesse sembrano tener conto solo in parte del rischio legato alla posizione finanziaria dei singoli paesi. Inoltre, l'attenzione dei mercati finanziari sembra concentrata essenzialmente sull'ammontare relativo del debito pubblico e del saldo con l'estero. Sul livello dei tassi di interesse, non sembra invece ancora pesare il livello di indebitamento del settore privato, che pure ha raggiunto valori ragguardevoli in quasi tutti i paesi e, in questo momento, è probabilmente il comparto più esposto a rischi.

In particolare, nella media del 2008 i tassi di interesse per impieghi a lungo termine, che sono più sensibili al rischio paese, sono stati generalmente più elevati per le economie con una maggiore incidenza del debito pubblico sul PIL, come Grecia e Italia, e più bassi in paesi con una pubblica amministrazione più "virtuosa", come Svezia, Germania e Stati Uniti. I mercati non sembrano tuttavia aver premiato economie come l'Irlanda e la Finlandia, che pure registrano una posizione finanziaria pubblica più equilibrata.

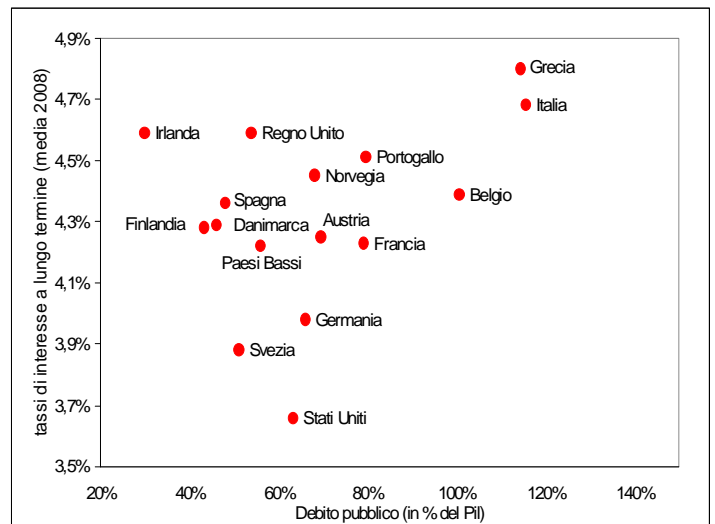
Anche l'ammontare del debito netto verso l'estero sembra preoccupare i mercati finanziari. Paesi con una forte esposizione, come l'Irlanda, il Belgio e il Regno Unito sono infatti penalizzati da un costo del denaro più elevato, mentre gli Stati Uniti, che presentano una posizione verso l'estero in attivo, possono contare su tassi più favorevoli. In questo quadro, si segnalano tuttavia, diverse eccezioni, come quella dei paesi del Mediterraneo, dove il denaro costa più di quanto sia giustificato dalla rispet-

DEBITO PUBBLICO E RICCHEZZA FINANZIARIA NETTA DEL SETTORE PRIVATO (anno 2007)



Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

TASSI DI INTERESSE E DEBITO PUBBLICO (a) (anno 2007)



Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

(a) Il Giappone è fuori scala, perché i tassi sono inferiori al 2%.

tiva posizione finanziaria sull'estero (attiva o in sostanziale pareggio).

Gli stessi mercati sembrano invece meno sensibili alla situazione finanziaria del comparto privato. Ad esempio, in Norvegia, Spagna e Finlandia, che pure hanno imprese e famiglie fortemente indebitate, i tassi sono sostanzialmente in linea con la maggior parte degli altri paesi dell'OCSE, mentre economie con un saldo finanziario attivo nel settore privato, come l'Italia e il Belgio, non riescono a "monetizzare" il proprio vantaggio, probabilmente a causa del peso del debito pubblico.

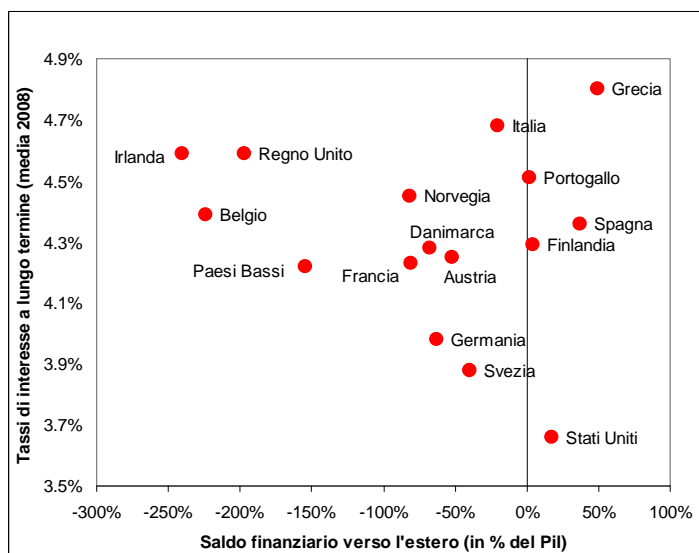
### *Alcune considerazioni di sintesi*

Quasi tutti i paesi dell'OCSE sembrano esposti, in misura maggiore o minore, ai rischi di una restrizione del credito, ma le difficoltà potrebbero colpire settori diversi nelle varie economie. Al momento, i paesi con la situazione finanziaria complessivamente più equilibrata, e quindi meno esposti a rischi, sembrano Germania e Austria.

Altrove si registrano situazioni più o meno critiche per uno o più categorie di operatori, con una maggiore "concentrazione" di segnali negativi per Belgio, Giappone, Irlanda, Portogallo e paesi anglosassoni. In particolare, le difficoltà di finanziamento potrebbero colpire quasi esclusivamente le amministrazioni pubbliche in Giappone, Grecia ed Italia, dove la situazione patrimoniale del comparto privato appare, invece, relativamente più solida che altrove.

Potrebbero verificarsi problemi di finanziamento del debito estero soprattutto in Irlanda, ma non mancano situazioni critiche anche in Belgio, Paesi Bassi e Regno Unito. Le imprese appaiono particolarmente esposte in Belgio (soprattutto per l'indebitamento a breve termine), in Francia, Irlanda (ancora per il credito a breve), Portogallo, Regno Unito, Spagna,

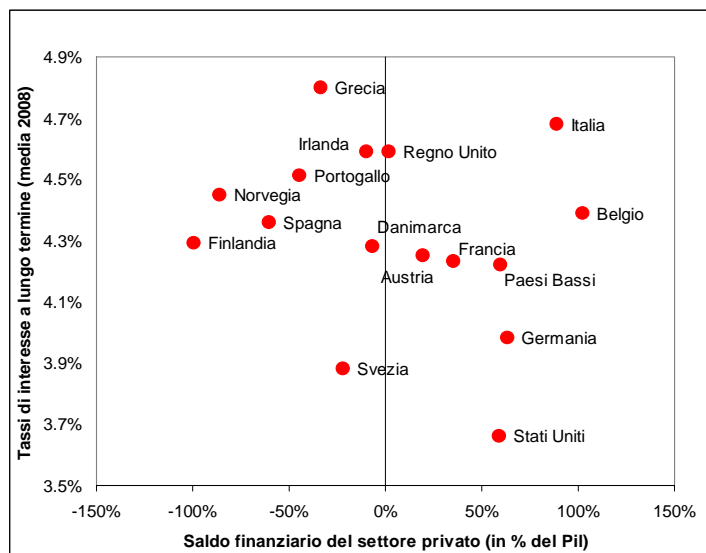
TASSI DI INTERESSE E DEBITO ESTERO NETTO (a)  
(anno 2007)



Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

(1) Il Giappone è fuori scala, perché i tassi sono inferiori al 2%.

TASSI DI INTERESSE E DEBITO DEL SETTORE PRIVATO (a)  
(anno 2007)



Fonte: elaborazioni sul database OECDStat.

(a) Il Giappone è fuori scala, perché i tassi sono inferiori al 2%.

Stati Uniti e Svezia. Infine le famiglie potrebbero incontrare qualche difficoltà, soprattutto per finanziare il credito al consumo, in Danimarca, Finlandia, Irlanda, Norvegia, Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti.

Gli unici paesi che sembrano relativamente a riparo da *shock* finanziari sono l'Austria e la Germania, che presentano saldi e situazioni debitorie abbastanza equilibrate per tutte le categorie di operatori. Al momento, i mercati finanziari sembrano ancora preoccupati soprattutto per la situazione debitoria dei diversi paesi verso l'estero e per quella del settore pubblico, mentre riservano

minore attenzione per l'indebitamento di famiglie e imprese. Accade, così, che economie come quella irlandese o dei Paesi Bassi, che presentano elevati livelli di indebitamento degli operatori privati, possano ancora godere di condizioni di credito abbastanza favorevoli. Al contrario Grecia e Italia, dove la situazione finanziaria di famiglie e imprese appare più solida, continuano a pagare tassi di interesse relativamente più elevati. Questo atteggiamento potrebbe essere tuttavia corretto nei prossimi mesi, se i crediti verso il settore privato dovessero rivelarsi più difficilmente esigibili a causa del peggioramento della crisi economica.

## QUADRO DI SINTESI

Paese	Punti di forza	Criticità
Austria	Famiglie poco indebitate, soprattutto a breve Imprese poco indebitate a breve	-
Belgio	Famiglie relativamente ricche e poco indebitate (soprattutto a breve)	Alto debito estero Debito pubblico elevato Imprese indebitate, soprattutto a breve e con molte azioni in portafoglio
Danimarca	P.A. poco indebitata e con saldo netto attivo	Famiglie indebitate
Finlandia	P.A. poco indebitata e con saldo netto attivo Famiglie poco indebitate Imprese poco indebitate a breve	Imprese con un saldo finanziario molto negativo Molte partecipazioni azionarie nel portafoglio della P.A.
Francia		Imprese indebitate, soprattutto a breve
Germania	Famiglie poco indebitate, soprattutto a breve Imprese poco indebitate, soprattutto a breve e con un saldo finanziario relativamente buono	-
Giappone	-	Imprese molto indebitate Debito pubblico elevato
Grecia	Famiglie poco indebitate Imprese poco indebitate, soprattutto a breve	Debito pubblico elevato
Irlanda	Saldo finanziario delle imprese relativamente buono Saldo finanziario netto della P.A. nullo	Debito estero elevatissimo Famiglie molto indebitate Imprese molto indebitate a breve
<b>Italia</b>	<b>Famiglie poco indebitate e con una elevata ricchezza finanziaria</b>	<b>Debito pubblico elevato</b> <b>Partecipazioni azionarie nel portafoglio delle famiglie</b>
Norvegia	P.A. poco indebitata e con saldo netto attivo	Famiglie molto indebitate, soprattutto a breve Molte partecipazioni azionarie nel portafoglio della P.A.
Paesi Bassi	Famiglie poco indebitate, soprattutto a breve	Debito estero elevato Famiglie con un saldo finanziario basso
Portogallo	-	Imprese molto indebitate e con un saldo finanziario molto negativo Famiglie molto indebitate e con molte partecipazioni azionarie in portafoglio
Regno Unito	Saldo finanziario delle famiglie elevato P.A. poco indebitata	Debito estero elevato Famiglie molto indebitate, soprattutto a breve
Spagna	P.A. poco indebitata	Imprese molto indebitate a breve e con un saldo finanziario molto negativo
Stati Uniti	Debito estero relativamente basso	Saldo finanziario delle imprese molto negativo Famiglie molto indebitate, soprattutto a breve e con molte azioni in portafoglio
Svezia	P.A. poco indebitata e con saldo netto attivo	Imprese molto indebitate, ma soprattutto a lungo termine