

## COMMENTI &amp; ANALISI

## CONTRARIAN

## PRODUTTIVITÀ IN STALLO E TALENTI IN USCITA: L'ITALIA DEVE REAGIRE

► L'Italia continua a laureare migliaia di giovani ma molti di loro scelgono di costruire il proprio percorso professionale all'estero. Secondo il Rapporto Cnel 2025, tra il 2011 e il 2024 oltre 630 mila under 35 hanno lasciato il Paese. Il presidente del Cnel Renato Brunetta ha definito questo fenomeno una «glaciazione demografica» e uno spreco di capitale umano che rischia di indebolire la capacità di crescita dell'economia italiana. Il fenomeno è trasversale: quasi la metà proviene dalle regioni settentrionali e più di un terzo dal Mezzogiorno. Nel solo 2024 circa 78 mila giovani si sono trasferiti all'estero, generando una perdita netta di 61 mila unità. Questa emorragia di capitale umano ha un costo elevato: gli analisti stimano che l'Italia abbia perso circa 159 miliardi di euro in investimenti formativi. Fabio Panetta, governatore della Banca d'Italia, ha ricordato che un laureato tedesco guadagna mediamente l'80% in più di un coetaneo italiano; il divario con la Francia è del 30%. Non sorprende quindi che circa un decimo dei giovani laureati abbia scelto l'estero negli ultimi anni. Per comprendere e affrontare la fuga dei cervelli non basta enumerare i dati: è essenziale interpretare le forze che trasformano il mercato del lavoro. Lo ricorda il volume *The London Consensus-Economic Principles for the 21st Century*, edito da Lse Press e curato da Tim Besley, Irene Bucelli e Andrés Velasco, che convoca oltre 50 esperti per rimettere mano ai principi economici di fronte a clima, disuguaglianze, rivoluzione dell'intelligenza artificiale e minacce alla democrazia liberale. Nel capitolo *Labour markets and the future of work*, il Nobel Christopher Pisarides sottolinea che la tecnologia crea lavori migliori ma ne cancella altri; non si difende l'occupazione congelando il presente, bensì accompagnando la transizione verso ruoli più qualificati. Imprese e governi devono dunque offrire «buoni posti di lavoro», investire nella riqualificazione, eliminare le barriere alla mobilità e sostenere i lavoratori con formazione e protezione sociale. Applicata all'Italia, questa prospettiva rivela come l'esodo di laureati sia il sintomo di un mercato del lavoro che fatica ad adattarsi ai nuovi paradigmi tecnologici e di territori incapaci di offrire opportunità diffuse. Invertire la tendenza non richiede un decalogo di slogan, ma una strategia fondata su innovazione, capitale umano e coesione territoriale. Primo: rilanciare ricerca e sviluppo. Robotica, intelligenza artificiale e transizione verde non sono parole d'ordine, ma campi dove l'Italia può generare occupazione qualificata e salari più elevati grazie a investimenti pubblici e partnership tra università e imprese che costruiscano poli d'eccellenza anche nel Mezzogiorno. Secondo: definire un nuovo patto formativo e retributivo. L'assenza di un salario minimo nazionale e di sistemi premiali penalizza i giovani: servono riforme che riconoscano la produttività e il valore del capitale umano, affiancate da programmi di riqualificazione per tutte le età. Le imprese devono non solo adottare tecnologie, ma garantire posti di lavoro di qualità e percorsi di crescita. Terzo: trattenere e attrarre talenti valorizzando i luoghi. Le politiche *place based* del London Consensus sono un riferimento: infrastrutture digitali, servizi pubblici efficienti e incentivi fiscali alle startup possono trasformare regioni in declino in ecosistemi innovativi. L'Italia deve competere per studenti e ricercatori stranieri (oggi meno del 5% degli iscritti) e facilitare il rientro dei connazionali con incentivi e procedure agili: solo l'1,90% dei talenti in movimento sceglie l'Italia, e invertire questa cifra è la sfida decisiva. Per l'Italia la posta in gioco non è solo ridurre l'emigrazione giovanile, ma ridefinire il proprio modello di sviluppo. (riproduzione riservata)

Federico Carli\* e Giulia Bonomo\*\*  
\*presidente Associazione Guido Carli  
\*\*Associazione Guido Carli

## Perché il mercato del credito privato per il momento non rischia di crollare

DI COLIN GRAHAM\*

Il credito privato comprende il direct lending e il middle-market lending, in cui il capitale è fornito da finanziatori non bancari e pertanto non compare nei bilanci delle banche, che sono state soggette a una regolamentazione più rigorosa dopo la grande crisi finanziaria del 2008. La maggior parte dei prestiti concessi nel mercato del credito privato hanno un rating inferiore all'investment grade, poiché costituiscono una forma di prestito su misura a società con un merito creditizio più basso e una minore capacità di accedere a prestiti obbligazionari, offrendo loro un canale per ottenere finanziamenti. I mercati del credito sono stati estremamente solidi nel 2025, ma verso la fine dell'anno si è prodotta una divergenza tra i mercati quotati (pubblici) e quelli non quotati (privati). Mentre i mercati investment grade continuano a dar prova di buona tenuta, il mercato del credito privato, dal valore di 2,1 trilioni di dollari, ha cominciato a subire uno stress test strutturale. Uno dei problemi è che il credito privato, rispetto al debito tradizionale, presenta un'esposizione molto più elevata al settore tecnologico, che è vulnerabile alle trasformazioni indotte dall'AI. Sebbene il credito privato non venga apprezzato con la stessa frequenza del credito quotato o dell'azionario quotato, la significativa comunanza nell'esposizione al settore tecnologico implica che i benefici di una volatilità inferiore possono svanire. Oggi questo enorme mercato risente di numerose avversità. Il contesto di tassi più

elevati e lo shock geopolitico causato dalla guerra nel Golfo e dai dazi sommati alla disruption dei modelli di business nel software guidata dall'AI, hanno inaugurato un periodo di maggiori controlli. Riteniamo che i tassi di default complessivi (pari attualmente al 2,1% circa) siano un indicatore ritardato. Se includiamo le passività e le difficoltà nascoste, il tasso di sofferenza effettivo potrebbe avvicinarsi al 5,4%. In questo contesto diventa evidente la divergenza di performance tra le imprese Halo (hard asset, low obsolescence), radicate nelle infrastrutture fisiche, e i portafogli di imprese di software altamente indebitate ed esposte all'AI. Lo scoppio della guerra in Iran ha causato un nuovo shock petrolifero e ulteriori interruzioni delle catene di approvvigionamento, generando le inevitabili pressioni inflazionistiche che non si vedevano dai tempi della pandemia da Covid. L'aumento dell'inflazione accresce la probabilità di rialzi dei tassi mirati a contrastarla, che rappresenterebbero una minaccia diretta per le imprese altamente indebitate. I fattori avversi continuano ad aumentare, con implicazioni significative per le aziende indebitate e per gli investitori nel credito privato. In primo luogo, l'escalation del conflitto in Medio Oriente ha comportato la chiusura dello Stretto di Hormuz, con il rischio di uno shock dell'offerta globale che non si vedeva dai tempi dei lockdown anti-Covid. In se-

condo luogo, le aspettative sui tassi di interesse sono passate da tagli a rialzi, poiché si prevede un aumento delle spinte inflazionistiche. Infine l'AI viene descritta come una forza capace di sovvertire i modelli di business in settori quali il software e i servizi informatici, complicando la determinazione del prezzo di uscita per le imprese. Il vero test di stabilità arriverà nei prossimi 18 mesi, quando scadranno quasi 480 miliardi di dollari di debito privato e sponsor, investitori e mutuatari dovranno decidere chi dovrà farsi carico del rimborso o del rifinanziamento. Gran parte di questo credito privato è stato erogato all'inizio del decennio, a fronte di valutazioni e tassi di interesse che oggi non esistono più. In assenza di mercati dinamici per le Ipo o le fusioni e acquisizioni, questi deficit di capitale dovranno essere colmati da aggressive iniezioni di fondi propri da parte degli sponsor o da operazioni di debt-for-equity swap, che ridefiniranno il panorama della ripresa. Il mercato del private credit non è sull'orlo di un crollo imminente, ma si trova piuttosto in una fase matura e più fragile del ciclo. In prospettiva, gli investitori istituzionali con orizzonti temporali più lunghi dovrebbero evitare i problemi legati alle limitazioni dei rimborsi, beneficiando al contempo di un premio di illiquidità e delle opportunità generate da liquidazioni forzose, ristrutturazioni e rifinanziamenti. (riproduzione riservata)

\*head of multiasset & equity solutions di Robeco

## Dal salario minimo al salario giusto

DI NICOLA BONANTE\*  
E TIZIANA DE VIRGILIO\*

L'atteso e più volte annunciato decreto l'8 Maggio si propone l'ambizioso obiettivo di rispondere alle pressioni di imprese e sindacati per un intervento concreto su temi strutturali del mercato del lavoro, oggi individuati nel troppo citato «salario minimo» e dumping contrattuale. Tuttavia, più delle singole misure ciò che colpisce è una sorta di miopia congenita che sembra affliggere il provvedimento, che s'innesta in un contesto economico e normativo già complesso e fragile. Basti pensare al ritardo tecnico che il decreto sconta in partenza, poiché intervenuto oltre il termine dello scorso 18 aprile fissato per esercitare la legge delega in materia, che ne ha determinato la veste tecnica decreto-legge, con tutti i conseguenti limiti operativi e la necessità di successivi interventi attuativi per assicurarne la piena vigenza. Inoltre, il legislatore ha scelto di allontanarsi dal dibattito sul concetto di «salario minimo» per abbracciare quello ben più ampio e certamente demagogico di «salario giusto», cui ancorare la garanzia di adeguatezza e sufficienza della retribuzione ai sensi dell'articolo 36 della Costituzione, evocando, formalmente, un complesso di tutele improntate all'equità e ricercate nel dialogo sociale, che, nei fatti, rischia di restare una mera affermazione programmatica. L'articolo 7 del decreto cristallizza il ruolo delle «organizzazioni dei dato-

ri di lavoro e dei lavoratori comparativamente più rappresentativi sul piano nazionale», quali interlocutori necessari per la determinazione del Trattamento Economico Complessivo (Tec), concetto di ampio respiro e teso a garantire una base retributiva omogenea e la tutela generalizzata del potere di acquisto, evocato nel solco dei principi del Patto per la Fabbrica del 2018 e di alcuni modelli retributivi già presenti nella contrattazione collettiva. Inoltre, sebbene con vaghezza e talvolta incoerenza rispetto ai riferimenti normativi previgenti, ai fini della determinazione del Tec si valorizzano elementi specifici quali settore, dimensione, natura giuridica e l'attività esercitata dalle imprese datrici di lavoro. In linea di principio la norma si pone in linea con i molteplici progressi riferimenti normativi al concetto e ruolo delle «organizzazioni comparativamente più rappresentative», nonché con la stratificazione dell'elaborazione giurisprudenziale, che hanno posto al centro del dibattito sociale e normativo l'esigenza di un intervento radicale sul concetto della rappresentatività, non ultima la stessa Corte Costituzionale, che nella nota sentenza 156 del 2025, ha esplicitamente invocato un'auspicata «futura rivisitazione legislativa». Ma appare evi-

dente che il legislatore non coglie l'invito alla «rivisitazione» strutturale della rappresentatività e, soprattutto, non sceglie di usare a pieno e in modo coerente gli strumenti già esistenti, lasciando, a oggi, irrisolta la questione dell'effettiva capacità della contrattazione collettiva di garantire livelli adeguati di tutela. Al riguardo sarà interessante monitorare in quali modi il decreto verrà attuato, anche alla luce della riorganizzazione dell'archivio del Cnel e del suo ruolo promozionale dei Ccnl leader di settore, quale leva di contrasto al dumping contrattuale. Se è vero che la contrattazione collettiva è lo strumento e il luogo in cui si può, e si deve, modellare il nucleo essenziale delle tutele normative ed economiche per i lavoratori, si deve restituire concretezza e significato, nella consapevolezza che nessuna retribuzione sarà mai «giusta» per intervento normativo. Il legislatore è chiamato a guardare con le giuste lenti i temi reali e a usare il linguaggio normativo, che riflette un'analisi concreta e il confronto reale con il tessuto sociale, per favorire la distribuzione delle risorse e la valorizzazione della capacità produttiva delle imprese e del proprio capitale più importante, quello umano, ripensando un mercato del lavoro che non sia solo formalmente e demagogicamente «giusto» ma che sia realmente equo. (riproduzione riservata)

\*Boies Schiller Flexner Llp