

LA CORREZIONE DEGLI SQUILIBRI MONDIALI IN UN CONTESTO DI CRESCENTE INTEGRAZIONE FINANZIARIA INTERNAZIONALE



L'economia mondiale continua a essere caratterizzata da ampi disavanzi e avanzi correnti in diverse grandi economie, come evidenziato dalla direzione dei flussi internazionali di capitale. Tali squilibri hanno suscitato un intenso e controverso dibattito sulle cause sottostanti e sulle possibili soluzioni. La questione è rilevante poiché un'eventuale correzione disordinata potrebbe comportare rischi per l'economia mondiale e la stabilità del sistema finanziario internazionale. Questo articolo propone una definizione del concetto di squilibri mondiali e illustra varie proxy per misurare la complessità del fenomeno al fine di aiutare a comprenderne il significato e l'evoluzione. Nell'analizzare le cause, l'articolo distingue tra fattori strutturali, che corrispondono a tendenze di lungo periodo e rispecchiano caratteristiche di fondo dell'economia mondiale, e fattori ciclici, che possono mutare con relativa rapidità. I fattori strutturali comprendono il ruolo della globalizzazione finanziaria incompleta, le imperfezioni finanziarie, la crescente integrazione commerciale dei paesi emergenti dell'Asia, dove i tassi di risparmio tendono a essere strutturalmente elevati, e l'effetto della minore variabilità ciclica. I fattori ciclici includono l'andamento del risparmio delle famiglie, il ruolo dei prezzi delle attività finanziarie e delle abitazioni, l'impatto dei differenziali di crescita tra paesi, l'effetto del risparmio pubblico e del prezzo del petrolio. Sebbene ogni classificazione di questo tipo vada considerata con cautela, in quanto tutti i fattori economici possono avere una dimensione sia ciclica sia strutturale e la dimensione ciclica stessa può essere fortemente influenzata dalle politiche economiche, tale distinzione risulta utile al fine di comprendere la probabile evoluzione degli squilibri mondiali nel tempo. Per mantenere l'analisi incentrata su questi ultimi, alcuni aspetti ad essi collegati, come le conseguenze sulla creazione di liquidità a livello mondiale e sui tassi di interesse a lungo termine, non vengono affrontati direttamente in questa sede. L'articolo si conclude con una discussione delle implicazioni dal punto di vista delle politiche economiche. Senza dubbio gli andamenti recenti non indicano un peggioramento degli squilibri mondiali, soprattutto grazie al processo in corso di riequilibrio della crescita tra i paesi. Benché il rischio di una correzione disordinata sia ad oggi relativamente contenuto, esso non può essere ignorato. Un'appropriata risposta delle politiche economiche resta pertanto essenziale per assicurare una correzione graduale nel medio termine, come convenuto nei comunicati del G7 e nella recente consultazione multilaterale dell'FMI su questo problema.

I INTRODUZIONE

La presenza di ampi squilibri nei saldi di conto corrente, con implicazioni anche per l'economia mondiale, non costituisce una novità, ma un fenomeno che si è manifestato in varie occasioni negli ultimi secoli. Ad esempio, alla fine del XIX secolo esistevano squilibri correnti tra il Regno Unito e le rispettive colonie, durante l'era dell'ancoraggio all'oro (gold standard). Più di recente, negli anni ottanta gli Stati Uniti hanno registrato un cospicuo disavanzo corrente che, da allora, ha mostrato notevoli variazioni fino a raggiungere negli ultimi anni livelli massimi storici. Negli anni ottanta e novanta diversi paesi emergenti si sono fortemente indebitati nei confronti delle economie avanzate prima di essere colpiti da gravi crisi finanziarie (l'Ame-

rica latina negli anni ottanta e nel 1994, l'Asia nel 1997 e la Russia nel 1998). Tali crisi si sono anche contraddistinte per significativi effetti di contagio tra paesi e talvolta regioni, mettendo in luce l'importanza di rischi sistemici in un'economia globalizzata.

La questione degli squilibri mondiali si è ripresentata nel decennio in corso. Oltre al semplice aumento dell'entità degli squilibri di conto corrente a livello mondiale, l'aspetto ora rilevante è rappresentato dalla concentrazione dei deficit in un solo paese, gli Stati Uniti, che assorbe circa il 75 per cento del saldo corrente consolidato delle regioni in avanzo (cfr. figura 1). Un'altra caratteristica peculiare dell'attuale configurazione dei pagamenti correnti è che la controparte del disavanzo statunitense è costituita per lo più da

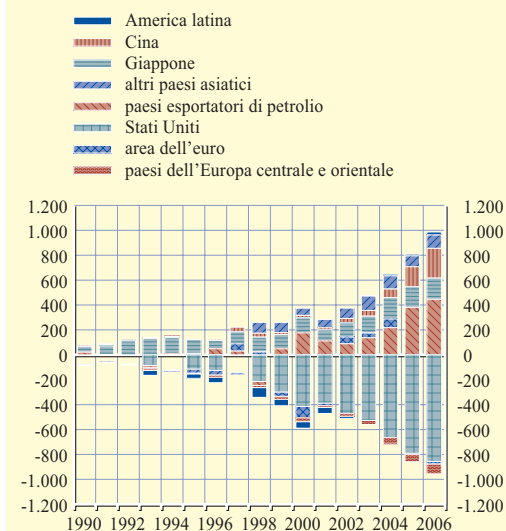
economie non industriali, soprattutto dell'Asia orientale, e dai paesi esportatori di petrolio. Nel 2006 la Cina ha registrato un avanzo corrente pari al 9,1 per cento del suo PIL, mentre le altre economie asiatiche emergenti sono risultate in attivo per il 3,4 per cento del PIL e i paesi esportatori di petrolio per il 15 per cento. Tale situazione è in certa misura paradossale per la teoria macroeconomica, poiché implica che i paesi emergenti sono divenuti in misura crescente creditori netti e le economie industriali avanzate debitori netti. Tuttavia, negli ultimi anni il saldo del conto corrente dell'area dell'euro si è mantenuto sostanzialmente in equilibrio.

Gli squilibri globali emersi nell'ultimo decennio rappresentano una sfida per la comunità internazionale per due motivi principali. In primo luogo, comportano il rischio di una correzione disordinata che potrebbe avere effetti negativi sulla prosperità dell'economia mondiale e sulla stabilità del sistema finanziario internazionale. In secondo luogo, rispecchiano in una certa misura distorsioni nell'allocatione dei flussi di capitale a livello mondiale, che si riflettono, in particolare, in consistenti interventi sui mercati dei cambi (nell'Asia orientale e in numerosi paesi esportatori di petrolio), uno sviluppo finanziario incompleto in diverse economie emergenti e un elevato grado di regolamentazione dei mercati del lavoro e dei beni e servizi (in diverse economie avanzate). Anche se i rischi di una correzione disordinata non dovessero concretizzarsi, la presenza di tali distorsioni costituisce una perdita di benessere per l'economia mondiale. Questo articolo si propone pertanto di analizzare i fattori alla base degli attuali squilibri globali, delineare i possibili meccanismi di correzione ed esaminare le risposte necessarie delle politiche economiche.

La sezione 2 introduce una definizione del concetto di squilibri mondiali e presenta una serie di indicatori che ne misurano l'evoluzione nel tempo. La sezione 3 prende in esame i principali fattori ciclici e strutturali all'origine degli squilibri. La sezione 4 illustra le misure di politica economica e i possibili meccanismi di correzione e la sezione 5 trae le conclusioni.

Figura 1 Saldi di conto corrente per alcuni paesi e aree

(miliardi di dollari USA)



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

2 DEFINIZIONE E MISURAZIONE

DEFINIZIONE DEGLI SQUILIBRI MONDIALI

Nonostante si faccia spesso riferimento al concetto di squilibri mondiali, quest'ultimo viene raramente precisato. Può essere utile definire tali squilibri come "posizioni dei conti con l'estero di economie di importanza sistemica che riflettono distorsioni o comportano rischi per l'economia mondiale". Questa definizione, più ampia rispetto a quella che limita il fenomeno all'entità del disavanzo statunitense, pone in evidenza tre aspetti essenziali.

Innanzitutto, definire gli squilibri mondiali come un insieme di posizioni dei conti con l'estero sottolinea che essi non costituiscono esclusivamente un fenomeno di natura reale associato ai flussi di conto corrente, ma possono avere anche una dimensione finanziaria sotto il profilo della composizione degli stock di attività e passività sull'estero. Gli squilibri globali non si limitano a concetti di flusso, quali il saldo del conto corrente e del conto finanziario della bilancia dei pagamenti; essi riguardano anche concetti

di stock come la posizione netta sull'estero. Ad esempio, la composizione delle attività e delle passività sull'estero, in termini di valuta, liquidità e rischiosità, si è rivelata particolarmente importante in episodi passati di correzione di squilibri di conto corrente¹⁾. Un'altra implicazione di questa definizione è che non si basa su una soglia precisa, che può variare da un paese all'altro e nel tempo, al di sopra della quale si ritiene che i saldi di conto corrente costituiscano uno squilibrio²⁾.

In secondo luogo, ponendo l'accento su tutte le economie di importanza sistemica si mette in evidenza la natura globale del problema. Considerando solo gli Stati Uniti, si trascurerebbe il ruolo dei paesi che detengono gli avanzi correnti corrispondenti, in quanto l'accumulo di risparmio netto in Asia e nei paesi esportatori di petrolio, ad esempio, è uno dei fattori fondamentali alla base degli squilibri mondiali. Nella pratica, è difficile definire quali paesi rivestano importanza sistemica: nel passato alcune crisi finanziarie sono state innescate da economie di dimensioni relativamente modeste, indicando che anche gli andamenti riguardanti queste ultime possono avere ripercussioni sistemiche.

Infine, la definizione suggerisce una duplice motivazione per tenere sotto stretta osservazione le problematiche connesse agli squilibri mondiali, ossia il fatto che essi comportano rischi e riflettono distorsioni. I primi sono costituiti soprattutto da andamenti potenzialmente sfavorevoli dei mercati finanziari derivanti da uno shock inatteso, ma comprendono anche i rischi, come quello di un crescente protezionismo, che potrebbero influire negativamente sull'economia mondiale³⁾. Tuttavia, gli eventuali rischi associati ad ampi squilibri esterni non sono l'unica ragione per cui la comunità finanziaria internazionale deve tenere sotto osservazione la questione. Un altro elemento essenziale da considerare nel valutare l'entità e l'evoluzione degli squilibri globali è il numero di distorsioni a cui sono collegati. Di fatto, è evidente che oggi i flussi di capitale non sono interamente il risultato delle forze di libero mercato, ma che varie distorsioni incidono sui saldi finanziari

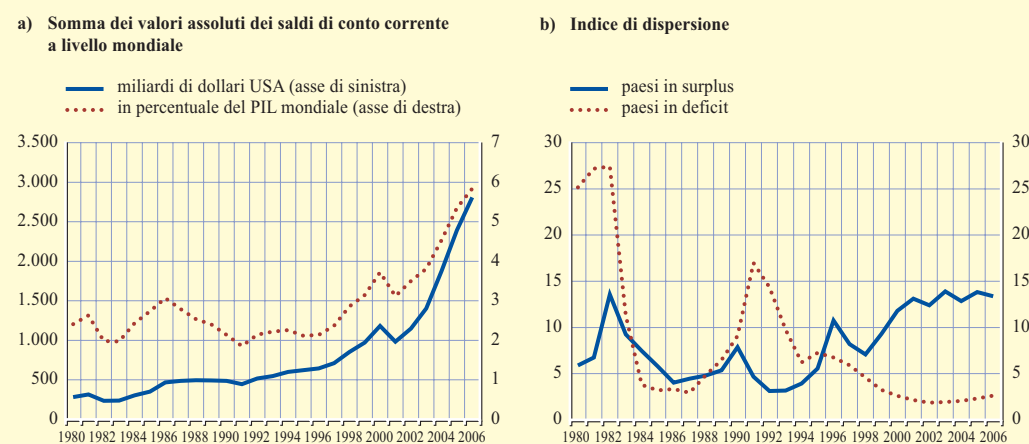
internazionali. In particolare, queste distorsioni possono assumere la forma di: a) un'inadeguata flessibilità dei regimi di cambio, che si traduce in ampi interventi sui mercati dei cambi, b) una liberalizzazione incompleta dei mercati finanziari in diversi paesi emergenti, che spinge il risparmio all'estero in cerca di attività finanziarie liquide e sicure⁴⁾ e c) un'eccessiva regolamentazione dei mercati dei beni e servizi e del lavoro anche nelle economie avanzate. Queste distorsioni influiscono negativamente sull'allocazione dei fattori produttivi a livello mondiale, con effetti sulla composizione del commercio e della produzione, e sono pertanto subottimali in termini di benessere economico globale. Di conseguenza, anche la presenza nell'economia mondiale di distorsioni che alimentano gli squilibri rappresenta una fonte di preoccupazione per i responsabili delle politiche economiche, seppure i rischi di una correzione brusca dovessero rimanere contenuti.

MISURAZIONE DEGLI SQUILIBRI MONDIALI

Diversi indicatori statistici o *proxy* possono essere utili al fine di far luce sulla natura multiforme degli squilibri mondiali per quanto concerne, in particolare, l'entità e il grado di dispersione dei saldi di conto corrente e delle posizioni nette sull'estero e il livello delle riserve ufficiali. In primo luogo, la somma del valore assoluto

- 1) In passato, molte economie emergenti sono state colpite da crisi di bilancia dei pagamenti nonostante registrassero disavanzi correnti relativamente contenuti. Tali crisi sono avvenute per molteplici ragioni, quali un disallineamento fra la denominazione delle attività (in valuta nazionale) e delle passività (in valuta estera) sull'estero, una debolezza del settore finanziario interno, una sopravvalutazione dei tassi di cambio e un debito pubblico eccessivo.
- 2) La teoria economica non richiede che tutti i saldi di conto corrente siano in equilibrio. In un'ottica intertemporale, ad esempio, è perfettamente razionale che un'economia in rapida crescita si indebiti temporaneamente a fronte di redditi futuri. Tuttavia, è difficile in pratica individuare una soglia al di sopra della quale un dato disavanzo corrente sia da ritenersi insostenibile.
- 3) Il costo economico di una reazione protezionistica potrebbe di fatto essere rilevante, come indicato, ad esempio, da H. Faruqee, D. Laxton, D. Muir e P. Pesenti, "Would protectionism defuse global imbalances and spur economic activity? A scenario analysis", *Staff Reports*, Federal Reserve Bank of New York, n. 268, dicembre 2006.
- 4) Per lo stesso motivo anche gli afflussi per investimenti di portafoglio nei paesi emergenti tendono a essere limitati a causa di restrizioni ai movimenti di capitale.

Figura 2 Indicatori di squilibrio delle partite correnti



Fonte: elaborazioni della BCE su dati FMI, *World Economic Outlook*.

Note: la dispersione nella figura 2b è misurata come: $S^{surplus} = 1 / \sum_{i, s.t. CA_i > 0} \left(\frac{\overline{CA}}{\sum \overline{CA}_i} \right)^2$, e $S^{deficit} = 1 / \sum_{i, s.t. CA_i < 0} \left(\frac{\overline{CA}}{\sum \overline{CA}_i} \right)^2$,

dove CA_i è il saldo di conto corrente in termini nominali (dollari statunitensi) e \overline{CA}_i è il corrispondente valore assoluto. Un aumento segnala una maggiore dispersione/minore concentrazione.

di tutti i saldi di conto corrente ha registrato un forte incremento negli ultimi anni (cfr. figura 2a). Il fatto che si sia registrato un aumento di tali sbilanci nel corso del tempo (anche rispetto al PIL mondiale) non indica necessariamente un crescente squilibrio, poiché potrebbe semplicemente implicare che i paesi stanno traendo vantaggio dalla globalizzazione per intensificare l'interscambio commerciale e aumentare la diversificazione del proprio portafoglio. Tuttavia, sembra che tale evoluzione non interessi tutti i paesi allo stesso modo. La figura 2b mostra una misura statistica della dispersione degli avanzi e dei disavanzi di conto corrente, laddove un incremento segnala una maggiore dispersione. In base a tali misure, negli ultimi dieci anni i disavanzi a livello mondiale hanno evidenziato una crescente concentrazione, mentre gli avanzi hanno riguardato un numero sempre più vasto di paesi. Dal lato dei disavanzi, il grado di concentrazione attuale è molto simile a quello della metà degli anni ottanta. Dal lato degli avanzi, nel 1985 la metà del surplus corrente complessivo era concentrata in tre soli paesi, ossia il Giappone, la Germania e i Paesi Bassi; a distanza di vent'anni le economie a cui è riconducibile la maggior parte del surplus includono il Giap-

ne, la Cina, l'Arabia Saudita e la Russia. Pertanto, mentre vent'anni fa l'avanzo complessivo era interamente ascrivibile a paesi industriali, il gruppo di economie con un ampio surplus si è allargato e comprende ora un'economia emergente dell'Asia orientale e due paesi esportatori di petrolio. Ciò significa anche che, rispetto ad allora, la natura degli squilibri mondiali è divenuta più complessa, data la maggiore eterogeneità dei paesi coinvolti⁵⁾. Infine, una caratteristica chiave dell'attuale configurazione dei saldi di conto corrente è il loro elevato grado di persistenza: tendenzialmente i paesi in avanzo lo mantengono elevato per diversi anni, mentre quelli in disavanzo (in particolare gli Stati Uniti) restano deficitari per periodi prolungati.

Oltre ai saldi di conto corrente, vi sono altre variabili di importanza fondamentale. In particolare, le posizioni nette sull'estero indicano, se paragonate ai saldi di conto corrente, squilibri mondiali lievemente più contenuti, per due principali motivi. In primo luogo, l'entità

5) Il processo di consultazione multilaterale avviato dall'FMI nel 2006 ha coinvolto, infatti, cinque paesi e aree: l'Arabia Saudita, l'area dell'euro, la Cina, il Giappone e gli Stati Uniti.

delle posizioni nette sull'estero in termini assoluti a livello globale, ha di fatto segnato una leggera riduzione dal 2002. In secondo luogo, la quota degli Stati Uniti sulle passività nette sull'estero mondiali, pari solo al 37 per cento, è di molto inferiore rispetto a quella calcolata sul disavanzo corrente, pari attualmente al 75 per cento. La spiegazione di tale differenza è duplice. Innanzitutto, le variazioni delle attività nette sull'estero non sono uguali ai saldi correnti cumulati a causa di differenziali di rendimento ed effetti di rivalutazione; in particolare, i primi hanno svolto un ruolo considerevole per gli Stati Uniti negli ultimi decenni⁶⁾. Vanno inoltre prese in esame le condizioni iniziali. In alcuni paesi i movimenti di capitale hanno registrato deflussi netti solo di recente, mentre gli stessi paesi continuano a detenere passività nette sull'estero. Il Messico, ad esempio, per effetto dei disavanzi accumulati in passato, continua a registrare considerevoli passività nette sull'estero (45 per cento del PIL nel 2005), sebbene il suo saldo di conto corrente fosse prossimo all'equilibrio nel 2005.

Infine, un'altra variabile chiave è costituita dal livello delle riserve ufficiali, che è aumentato notevolmente in diverse regioni del mondo, soprattutto nell'Asia orientale⁷⁾. In Cina era pari a 1,2 miliardi di dollari statunitensi all'inizio del 2007. Nonostante un accumulo di riserve non rappresenti in sé una distorsione (ma possa, ad esempio, riflettere anche motivazioni precauzionali⁸⁾), esso può essere ritenuto una misura indiretta di distorsioni qualora sia in larga parte riconducibile a interventi sul mercato dei cambi.

In sintesi, gli squilibri mondiali si sono ampliati dai primi anni novanta con un'accelerazione dall'inizio del decennio in corso, nonostante l'entità dell'ampliamento possa variare a seconda degli indicatori considerati. Inoltre, non tutti gli andamenti recenti segnalano un peggioramento di questi squilibri. La natura complessa del fenomeno, che va oltre la semplice dispersione dei saldi di conto corrente a livello mondiale, rende necessaria un'analisi integrata degli indicatori descritti in questa sezione per valutare l'evoluzione degli squilibri nel tempo.

3 RUOLO DEI FATTORI CICLICI E DI QUELLI STRUTTURALI

Al fine di comprendere la natura degli squilibri mondiali e di poter valutare la loro probabile evoluzione e sostenibilità nel tempo, è utile distinguere tra fattori strutturali e ciclici. I fattori strutturali corrispondono a tendenze di lungo periodo che hanno una notevole inerzia, mentre quelli ciclici riguardano il più breve periodo e possono invertire il proprio effetto piuttosto rapidamente (in particolare, i fattori ciclici sono quelli che influenzano la distribuzione della domanda mondiale nel breve termine)⁹⁾. Naturalmente tale distinzione risulta utile soprattutto a fini analitici, poiché nella pratica questi due tipi di fattori agiscono talvolta in stretta connessione. Ad esempio, un determinato incremento del prezzo mondiale del petrolio può essere attribuito sia a fattori transitori (quali tensioni geopolitiche in alcuni paesi produttori) sia a fattori di più ampia portata di lungo periodo (quale un aumento strutturale della domanda delle economie emergenti)¹⁰⁾. Nonostante sia difficile valutare con precisione l'impatto di ognuno di questi fattori, vari studi hanno tentato di fornire stime che possono

6) Cfr. Hausman e Sturzenegger, *US and global imbalances: can dark matter prevent a big bang?*, Working Paper, Kennedy School of Government and Harvard University, 2005. Un'altra differenza essenziale tra i saldi di conto corrente e le posizioni nette sull'estero è che l'errore statistico è (proporzionalmente) molto più elevato nel caso di queste ultime.

7) Molti paesi esportatori di petrolio non accumulano riserve valutarie nonostante l'accumulo di ingenti avanzi correnti in quando le loro attività sull'estero sono gestite da *heritage funds* e non figurano pertanto nel bilancio della banca centrale.

8) L'accumulo di riserve è ascrivibile in parte a motivi precauzionali, ad esempio per finanziare le importazioni per un numero sufficiente di mesi o per compensare debito a breve termine al fine di evitare una crisi di liquidità (cfr. M. Bussière e C. Mulder, *External vulnerability in emerging market economies: how high liquidity can offset weak fundamentals and the effects of contagion*, Working Paper dell'FMI 1999/88).

9) I fattori strutturali e ciclici potrebbero anche essere intesi come segue: i primi sono quelli che influenzano il livello di equilibrio dei fondamentali, mentre i secondi riguardano scostamenti temporanei attorno all'equilibrio.

10) Per quanto riguarda il ruolo del prezzo del greggio e dei paesi esportatori di petrolio, cfr. l'articolo *Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio* nel numero di luglio 2007 di questo Bollettino.

essere utilizzate per determinarne l'importanza relativa.

FATTORI CICLICI

Tra i numerosi fattori ciclici che possono incidere sulle partite correnti, cinque, ossia i prezzi delle attività, il ciclo economico e, in particolare, le variazioni della domanda interna, del risparmio pubblico e dei corsi petroliferi, rivestono un'importanza fondamentale.

Poiché il conto corrente, date le identità di contabilità nazionale, è uguale alla differenza tra risparmio e investimenti interni, le oscillazioni dei prezzi delle attività possono influire sul saldo corrente nazionale attraverso il loro effetto ricchezza sui consumi e sul risparmio netto delle famiglie. Negli Stati Uniti l'ampliamento del disavanzo corrente dai primi anni novanta si è accompagnato a una flessione del risparmio netto delle famiglie (cfr. figura 3). Sebbene gli altri settori (le imprese e la pubblica amministrazione) possano avere contribuito al calo complessivo del risparmio netto nazionale, un'analisi delle ragioni all'origine della diminuzione di quello delle famiglie costituirebbe un importante contributo per comprendere ciò che ha innescato l'aumento del disavanzo corrente statunitense. In effetti, la relazione tra risparmio netto delle famiglie e saldo del conto corrente non caratterizza solo gli Stati

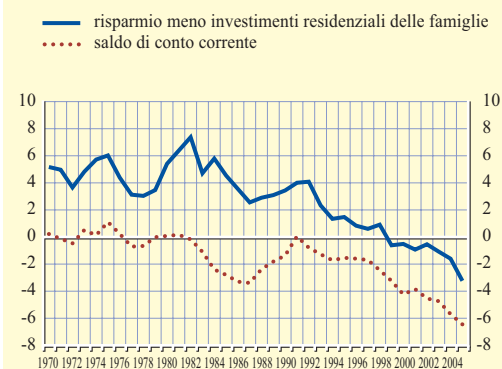
Uniti ma anche diversi paesi dell'OCSE (cfr. figura 4).

Le variazioni del risparmio netto delle famiglie, a loro volta, possono essere connesse a una molteplicità di fattori di natura sia ciclica sia strutturale. Nel complesso, sembra che i mutamenti dei prezzi delle abitazioni, un fattore in larga misura ciclico, possano avere un effetto significativo sui saldi correnti dei vari paesi. Le variazioni dei valori immobiliari sono di fatto correlate negativamente a quelle dei saldi di conto corrente, in quanto un aumento del prezzo delle abitazioni può stimolare maggiori consumi e ridurre il risparmio (cfr. figura 5). Nel caso specifico degli Stati Uniti, un calo dei prezzi delle abitazioni e dei corsi azionari potrebbe pertanto avere ripercussioni rilevanti sul disavanzo corrente del paese inducendo un aumento del risparmio netto nazionale. Più in generale, i prezzi delle attività sembrano costituire una importante determinante del saldo del conto corrente ¹¹⁾.

11) È stato stimato che in passato un aumento del 10 per cento dei corsi azionari o dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti, relativamente al resto del mondo, ha portato a un incremento del disavanzo corrente statunitense di circa l'1 per cento del PIL (cfr. M. Fratzscher, L. Juvenal e L. Samo, *Asset prices, exchange rates and the current account*, Working Paper della BCE, n. 790, agosto 2007).

Figura 3 Risparmio netto delle famiglie statunitensi e saldo di conto corrente

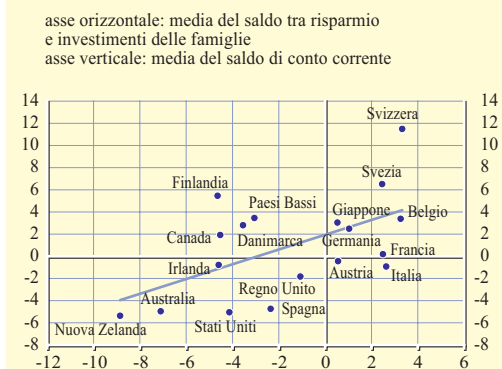
(in percentuale del PIL)



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Figura 4 Risparmio netto delle famiglie e saldo di conto corrente nelle economie avanzate

(media del periodo 2001-05, in percentuale del PIL)

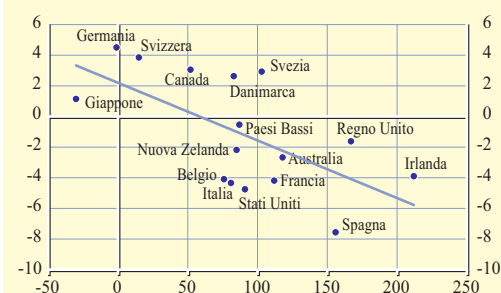


Fonte: OCSE.

Figura 5 Prezzi delle abitazioni e saldo di conto corrente nelle economie avanzate

(variazione percentuale nel periodo 1997-2005)

asse orizzontale: variazione del prezzo nominale delle abitazioni
 asse verticale: variazione del saldo di conto corrente

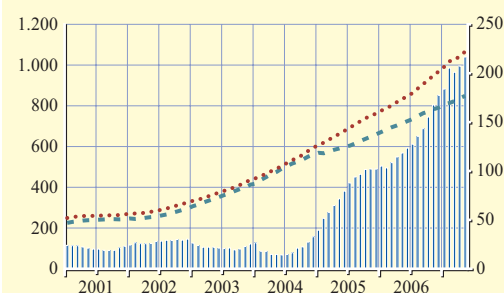


Fonte: OCSE e The Economist.

Figura 6 Saldo commerciale, importazioni ed esportazioni di beni della Cina

(miliardi di dollari USA; dati mensili, valori cumulati su dodici mesi)

— saldo commerciale (asse di destra)
 esportazioni (asse di sinistra)
 - - - - importazioni (asse di sinistra)



Fonte: Amministrazione Generale delle Dogane della Repubblica Popolare Cinese.

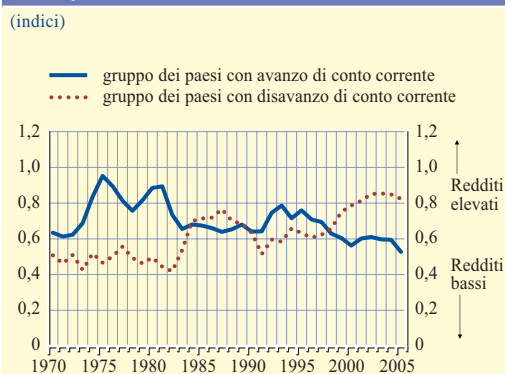
Per quanto riguarda la Cina, l'incremento dell'avanzo commerciale negli ultimi tre anni è ascrivibile non solo all'elevato tasso di crescita delle esportazioni, ma anche a una significativa decelerazione delle importazioni, particolarmente pronunciata nel 2005 (cfr. figura 6). Tale decelerazione può essere in parte riconducibile a fattori strutturali di lungo periodo connessi a un processo di sostituzione delle importazioni con produzione nazionale e a un rallentamento degli investimenti domestici. Poiché in generale si stima che gli investimenti abbiano un elevato contenuto di importazione, le loro variazioni possono avere un impatto significativo sugli acquisti dal resto del mondo. L'andamento degli investimenti interni può, a sua volta, essere in parte connesso alle fluttuazioni cicliche.

Anche le fluttuazioni cicliche indotte da shock di produttività possono, di fatto, costituire una determinante fondamentale dei saldi di conto corrente a livello mondiale. Se le variazioni del tasso di crescita dell'economia e della domanda interna sono di natura transitoria, l'approccio intertemporale al conto corrente suggerisce che quest'ultimo dovrebbe seguire un andamento prociclico: nei periodi di crescita elevata, ad esempio, in cui gli operatori percepiscono temporaneamente un reddito più elevato, per attenuare l'effetto sul consumo essi risparmie-

ranno e registreranno avanzi commerciali. Nel complesso, tuttavia, vi è ampia evidenza che il saldo di conto corrente abbia un andamento anticiclico. Dopo uno shock positivo di produttività sufficientemente persistente, ci si attende infatti che il conto corrente vada in disavanzo in seguito all'aumento degli investimenti¹²⁾. Anche il risparmio pubblico può giocare un ruolo nelle oscillazioni delle partite correnti. Negli Stati Uniti la compresenza di un disavanzo del bilancio pubblico e del conto corrente alla metà degli anni ottanta e nei primi anni del decennio in corso è stata talvolta indicata come una situazione di "deficit gemelli". Infine, il saldo di conto corrente della maggior parte dei paesi è stato fortemente influenzato dalle fluttuazioni delle quotazioni petrolifere avvenute negli ultimi anni. L'effetto di un rincaro del petrolio differisce in maniera sostanziale da un paese all'altro, influenzando positivamente sul saldo corrente dei paesi esportatori e negativamente su quello degli importatori netti. La grande rilevanza del prezzo del petrolio deriva dal fatto che la domanda è molto inelastica nei paesi importatori,

12) Cfr. D. Backus, P. Kehoe e F. Kydland, "International business cycles", *The Journal of Political Economy*, vol. 100, agosto 1992, pagg. 745-775 e R. Glick e K. Rogoff, "Global versus country-specific productivity shocks and the current account", *Journal of Monetary Economics*, vol. 35, 1995, pagg. 159-192.

Figura 7 Media ponderata del reddito pro capite nei paesi in avanzo e in quelli in disavanzo



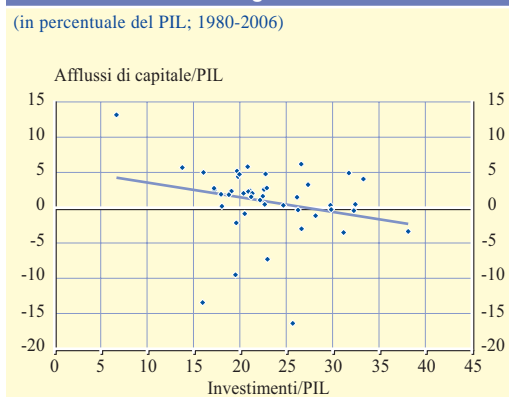
Fonte: E. Prasad et al.
 Note: il campione di riferimento include 22 economie industriali e 61 economie non-industriali secondo la definizione adottata in Bosworth e Collins, "The empirics of growth: an update", *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 2, 2003, pp. 117-179. Gli indici sono calcolati come una media ponderata del reddito pro capite dei paesi che registrano un avanzo o un disavanzo di conto corrente. Sono normalizzati utilizzando il reddito pro capite del paese più ricco e ponderati con le quote del saldo di conto corrente di ciascun paese sulla somma complessiva dei surplus o dei deficit.

almeno nel breve periodo¹³⁾. Negli Stati Uniti il rincaro del petrolio negli ultimi anni ha contribuito all'ampliamento del disavanzo commerciale complessivo attraverso una crescita del valore delle importazioni di greggio. Analogamente, nei paesi esportatori, essendo le capacità di assorbimento limitate nel breve periodo, gran parte dei maggiori proventi petroliferi viene reinvestita all'estero in attività finanziarie.

FATTORI STRUTTURALI

Oltre che da fattori ciclici il saldo di conto corrente è influenzato anche da fattori strutturali. Questi possono essere meglio compresi adottando un approccio globale piuttosto che concentrando l'attenzione su di un singolo paese. In questa prospettiva, l'attuale configurazione dei saldi di conto corrente appare alquanto paradossale, poiché implica che i flussi netti di capitale si spostano dai paesi emergenti a quelli sviluppati. Ciò risulta evidente raffrontando, per ciascun anno, il PIL pro capite medio dei paesi in avanzo con quello dei paesi in disavanzo. Dalla fine degli anni novanta questi ultimi hanno mostrato un reddito pro capite medio superiore rispetto a quello dei primi (cfr. figura 7), indicando che i flussi di capitale si muovono dai paesi più poveri a quelli più

Figura 8 Afflussi medi di capitale e propensione all'investimento nelle economie emergenti



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

ricchi. Nel corso degli ultimi vent'anni gli stessi paesi dell'OCSE hanno registrato quasi ininterrottamente, a livello consolidato, un disavanzo di conto corrente. Tale situazione è paradossale poiché contraddice il modello neoclassico standard, secondo cui i capitali dovrebbero fluire dai paesi ricchi verso quelli poveri, e può essere assimilabile al "paradosso di Lucas"¹⁴⁾. La comprensione delle determinanti di questa particolare configurazione dei saldi di conto corrente costituisce pertanto un sostanziale passo avanti nella spiegazione degli squilibri mondiali e nel delinearne la probabile evoluzione nel tempo.

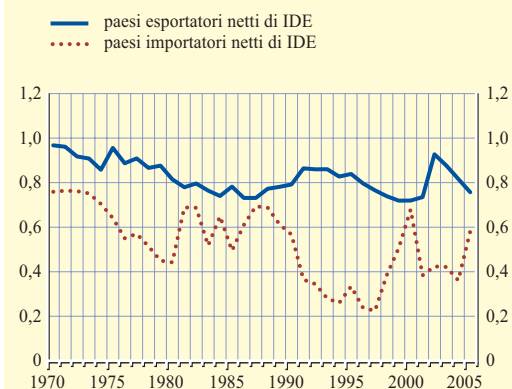
Diverse sono state le spiegazioni del paradosso di Lucas. Lucas stesso ha fornito una prima interpretazione possibile, sottolineando che in

13) Per un recente confronto tra paesi delle elasticità rispetto ai prezzi e al reddito, cfr. il riquadro 1.3 *Oil consumption across major countries: is the United States different?* nel numero di aprile 2007 del *World Economic Outlook* dell'FMI.

14) Cfr. R. Lucas, "Why doesn't capital flow from rich to poor countries?", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 80, n. 2, maggio 1990, pagg. 92-6. Nell'articolo originale Lucas metteva in evidenza il paradosso che i flussi finanziari si muovessero fra le economie sviluppate. La situazione attuale è pertanto ancor più paradossale, poiché i capitali si dirigono dai paesi più poveri a quelli più ricchi.

Figura 9 Media ponderata dei redditi pro capite dei paesi importatori e esportatori netti di IDE

(PIL pro capite relativi pesati con i saldi di conto corrente)

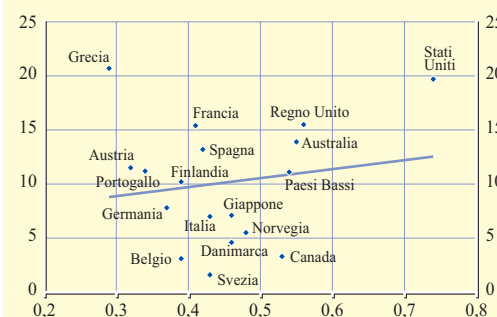


Fonte: E. Prasad et al.

Note: il campione di riferimento include 22 economie industriali e 61 economie non-industriali secondo la definizione adottata in Bosworth e Collins. Gli indici sono costruiti utilizzando la stessa metodologia adottata nella figura 7.

Figura 10 Indice di sviluppo finanziario e investimenti esteri di portafoglio

asse orizzontale: indice di sviluppo finanziario
asse verticale: afflussi esteri di portafoglio
in percentuale della somma di importazioni ed esportazioni

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Nota: medie del periodo 2000-04.

molte economie emergenti i tassi di rendimento del capitale corretti per il rischio non si stanno adeguando a quelli che prevalgono nelle economie avanzate. Ciò spiegherebbe perché gli investitori non investono in tali mercati, che non sono in grado di offrire rendimenti in linea con quelli realizzabili nelle economie avanzate. Tuttavia, questa interpretazione non è del tutto soddisfacente. Di fatto, se l'ammontare degli investimenti e dei flussi di capitale derivasse principalmente da differenze tra i rendimenti del capitale corretti per il rischio, i paesi che investono di più dovrebbero anche ricevere afflussi di capitale più consistenti, cosa che tuttavia non si verifica: nelle economie emergenti i flussi di capitale e gli investimenti (entrambi espressi in percentuale del PIL) non sono correlati positivamente, ma tendono piuttosto a mostrare una correlazione negativa (cfr. figura 8)¹⁵.

Va comunque rilevato che alcuni tipi di flussi finanziari transfrontalieri sembrano muoversi dai paesi industriali a quelli emergenti. Ciò vale in particolare per gli investimenti diretti esteri (IDE): dal 1970 il reddito medio ponderato dei paesi esportatori netti di IDE è stato sempre superiore a quello dei paesi importatori netti (cfr. figura 9)¹⁶. In altri termini, i paesi relativamen-

te più ricchi tendono a effettuare IDE in quelli relativamente più poveri, al contrario di quanto accade per i flussi netti di capitale complessivi, come indicato nella figura 7.

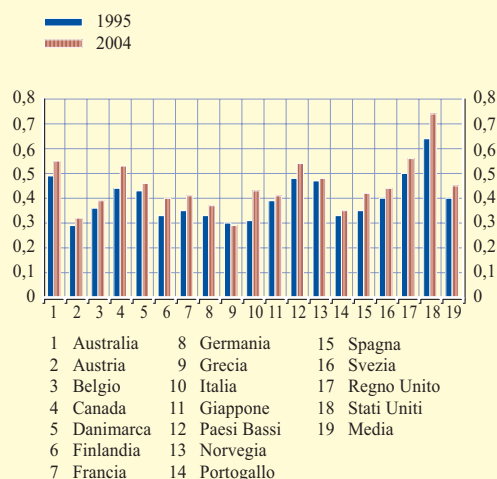
L'incompleta liberalizzazione finanziaria sta ricevendo un'attenzione crescente quale determinante dell'attuale configurazione dei saldi finanziari a livello mondiale¹⁷. Il grado relativamente basso di sviluppo finanziario nelle economie emergenti sembra costituire una delle spiegazioni più verosimili alla base degli scarsi afflussi di investimenti di portafoglio in quei paesi, come messo in evidenza dalla correlazione tra grado di sviluppo finanziario e investimenti esteri di portafoglio (cfr. figura 10). L'andamento apparentemente paradossale dei flussi internazionali di capitale dai paesi emergenti a quelli sviluppati potrebbe, pertanto, essere semplicemente spiegato dal grado relativamente inferiore di sviluppo finanziario dei primi. Un altro quesito a cui dare risposta, tuttavia, riguarda il motivo per cui

15) Cfr. P. O. Gourinchas e O. Jeanne, *Capital flows to developing countries: the allocation puzzle*, mimeo, FMI, 2006.

16) Cfr. E. Prasad, R. Rajan e A. Subramanian, *Foreign capital and economic growth*, mimeo, FMI, 2006.

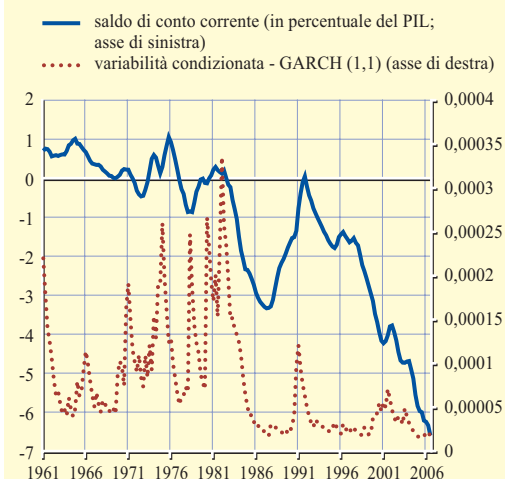
17) Cfr. L. Bini Smaghi, "Globalization and monetary policy", *Journal of Policy Modeling*, di prossima pubblicazione.

Figura 11 Sviluppo finanziario nelle economie avanzate



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Figura 12 Variabilità del ciclo economico degli Stati Uniti e saldo di conto corrente



Fonte: elaborazioni della BCE basate sul lavoro di A. Fogli e F. Perri, "The great moderation and the US external imbalances", NBER Working Paper n. 12708, 2006.

i flussi di capitale dalle economie emergenti si dirigono in larga misura verso gli Stati Uniti anziché verso altri paesi industriali che potrebbero offrire dei prodotti finanziari analoghi. Oltre alle differenze osservabili tra i saggi di risparmio interno nei paesi industrializzati, cui è riconducibile in parte tale fenomeno, i due fattori che possono contribuire a dare una risposta a questo quesito sono costituiti dal fatto che gli Stati Uniti sembrano mostrare una maggiore apertura, in termini finanziari, rispetto ad altri paesi industriali e sono anche caratterizzati da un livello di sviluppo finanziario più elevato rispetto alle altre economie avanzate (cfr. figura 11)¹⁸.

Anche altri fattori strutturali, specifici agli Stati Uniti, possono avere svolto un ruolo. Uno fra questi è costituito dall'effetto della riduzione della variabilità ciclica e del calo del risparmio precauzionale. In base a misure standard di variabilità del ciclo economico, negli Stati Uniti la ampiezza di quest'ultimo è diminuita nel tempo (cfr. figura 12). Questa diminuzione si traduce in un minore grado di incertezza per gli operatori economici. Per data avversione al rischio, ciò dovrebbe ridurre la necessità di accumulare risparmio a scopo precauzionale: gli

operatori che di solito risparmiano per attenuare gli effetti sui consumi di un eventuale brusco calo del reddito reale sono meno inclini a farlo qualora tale rischio si attenui. Questa particolare spiegazione è in linea con i fatti stilizzati precedentemente citati: la riduzione della variabilità del prodotto è coerente con la flessione del risparmio delle famiglie, che è uno dei principali fattori alla base dell'ampliamento del disavanzo del conto corrente statunitense. Un potenziale punto a sfavore di tale spiegazione è che la variabilità del prodotto si è ridotta anche in altri paesi sviluppati. Tuttavia, come già osservato, questi ultimi potrebbero non presentare lo stesso grado di apertura e di liberalizzazione finanziaria, disponendo quindi di minori opportunità di attrarre capitali esteri.

Un'ulteriore spiegazione fa riferimento al fatto che la quota degli Stati Uniti sul prodotto complessivo di tutte le economie avanzate è cresciuta nell'ultimo decennio, riflettendo una combinazione di fattori quali una dinamica più sostenuta

18) Anche il ruolo del dollaro statunitense quale valuta di riserva internazionale contribuisce a mantenere più elevati gli investimenti di portafoglio negli Stati Uniti.

della produttività e andamenti demografici più favorevoli. Autorevoli recenti studi hanno mostrato che l'ampio disavanzo corrente statunitense può, in una certa misura, essere ricondotto alle attese del protrarsi di una crescita più elevata degli Stati Uniti e di un ulteriore incremento della loro quota di prodotto nei prossimi decenni¹⁹⁾. Ciò può essere connesso, a sua volta, a differenze significative nelle distorsioni dei mercati dei beni e servizi e del lavoro fra paesi, che si riflettono in diversi tassi di espansione del prodotto. In conclusione, gli attuali squilibri mondiali sembrano derivare da una molteplicità di fattori, alcuni dei quali di natura ciclica (e che quindi possono esaurirsi nel tempo) e altri di natura più strutturale. Tuttavia, non si può fare affidamento sui fattori ciclici per ridurre, in misura significativa e permanente, gli squilibri esistenti, a causa da un lato della elevata incertezza circa i loro andamenti futuri, come nel caso dei prezzi delle attività e di quello del petrolio, e dall'altro dell'importanza delle determinanti strutturali. Queste ultime per loro natura si modificano lentamente²⁰⁾, cosicché non ci si può attendere un miglioramento nel breve termine.

4 MISURE POLITICHE E POSSIBILI MECCANISMI DI AGGIUSTAMENTO

Gli squilibri globali rappresentano una sfida importante per i responsabili delle politiche economiche a livello sia interno sia internazionale. La parte degli stessi squilibri ascrivibile a fattori ciclici comporta un rischio non trascurabile di una correzione disordinata con elevati costi economici per l'economia mondiale e il sistema finanziario internazionale. Inoltre, i fattori strutturali pongono una sfida rilevante alle politiche economiche in termini di rimozione delle distorsioni e delle barriere, come quelle connesse allo sviluppo dei mercati finanziari e ai regimi di cambio nelle economie emergenti e alle rigidità strutturali nelle economie avanzate, e implicano l'opportunità di generare enormi benefici economici per i paesi coinvolti e l'intera economia mondiale.

Non tutti i recenti andamenti indicano un deterioramento degli squilibri globali. Ad esempio, ver-

so la fine del 2006 pare essersi verificato un certo rallentamento della tendenza crescente osservata nel decennio precedente. Tale rallentamento è stato particolarmente evidente negli Stati Uniti e nei paesi esportatori di petrolio, dove i saldi di parte corrente, in percentuale del PIL, sono rimasti pressoché invariati rispetto all'anno precedente. Sebbene il fatto che il disavanzo corrente statunitense si stia apparentemente stabilizzando su un livello storicamente elevato (6,5 per cento del PIL nel 2006) non possa essere considerato di per sé soddisfacente, va sottolineato che il tasso di crescita delle esportazioni degli Stati Uniti in termini reali nel 2006 è stato significativamente superiore a quello registrato in media nei quattro anni precedenti. Inoltre, nello stesso anno anche l'avanzo corrente dei paesi esportatori di petrolio si è stabilizzato, seppure su un livello elevato (15 per cento del PIL). Inoltre l'area dell'euro ha partecipato a questa correzione registrando un lieve disavanzo corrente nel 2006; nel caso del Regno Unito la variazione è stata ancor più ampia (2,9 per cento rispetto al 2,4 per cento nel 2005). Tuttavia, questo modesto miglioramento sembra essere stato indotto principalmente da fattori ciclici: il calo dei corsi petroliferi dall'estate del 2006 e il riequilibrio della crescita della domanda interna fra paesi, con una decelerazione negli Stati Uniti e un'accelerazione nell'area dell'euro e in Giappone. Inoltre, non tutte le regioni hanno registrato un miglioramento. In particolare, è stato osservato un ampliamento degli avanzi correnti in Giappone (dal 3,6 per cento nel 2005 al 3,9 nel 2006) e, soprattutto, in Cina (dal 7,2 per cento nel 2005 al 9,1 nel 2006).

Nonostante la rilevanza dei fattori strutturali suggerisca che la correzione sarà molto probabilmente graduale e ordinata, resta l'interrogativo sulle sue possibili implicazioni per l'economia mondiale e i mercati finanziari. Importanti recenti studi sostengono che variazioni dei tassi

19) Cfr. C. Engel e J. Rogers (2006), "The US current account deficit and the expected share of world output", *Journal of Monetary Economics* 53(5), pagg. 1063-1093.

20) In circostanze normali i fattori strutturali si modificano lentamente. Essi, tuttavia, mostrano talvolta variazioni repentine durante episodi di correzione disordinata, come illustrato nella sezione 4.

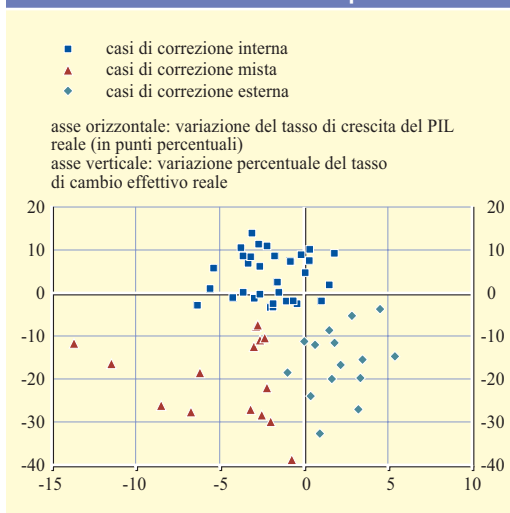
di cambio potrebbero essere necessari per un riequilibrio dei pagamenti correnti²¹⁾.

Tuttavia, altri studi hanno messo in dubbio tali affermazioni, argomentando che una correzione degli squilibri globali potrebbe non richiedere variazioni significative del valore esterno delle valute i cui tassi di cambio sono flessibili. Alcuni di questi lavori sottolineano la crescente dimensione dell'economia statunitense rispetto a quella di altri paesi con regimi di cambio flessibile, e mostrano che in prospettiva una crescita vigorosa dell'economia degli Stati Uniti implica un dollaro stabile e forte²²⁾. Inoltre, un riequilibrio della domanda interna tra i paesi, accompagnato da un significativo aggiustamento dal lato dell'offerta, potrebbe consentire una riduzione degli ampi squilibri correnti, come quello degli Stati Uniti, senza la necessità di variazioni significative dei tassi di cambio²³⁾. Pertanto, riforme strutturali dei mercati del lavoro e dei beni e servizi nell'area dell'euro possono contribuire alla correzione degli squilibri mondiali dando sostegno alla domanda interna nei paesi dell'area, stimolando pertanto le esportazioni statunitensi.

Altri studi empirici suggeriscono che, negli ultimi trent'anni, gli andamenti dei prezzi delle attività hanno rivestito un ruolo sostanzialmente più importante del tasso di cambio nel determinare il saldo commerciale degli Stati Uniti. Di conseguenza, variazioni dei prezzi relativi delle attività, come i corsi azionari e i prezzi delle abitazioni, includendo la possibilità di effetti ricchezza più favorevoli indotti da una crescita relativamente più elevata dei prezzi delle attività al di fuori degli Stati Uniti, potrebbero rappresentare in futuro un meccanismo più rilevante per una correzione degli squilibri correnti.

Più in generale, nei passati episodi di correzione dei disavanzi di conto corrente delle economie avanzate non sono state frequentemente riscontrate consistenti variazioni dei tassi di cambio. Piuttosto, pare che un meccanismo di correzione molto più rilevante sia stato costituito da modifiche della domanda interna²⁴⁾. Per analizzare tali episodi è necessario individuare ciò che costituisce una correzione del saldo corrente in base alle

Figura 13 Crescita del PIL reale e variazioni del tasso di cambio durante episodi di correzione dei disavanzi di parte corrente



Fonte: B. Algieri e T. Bracke.

seguenti caratteristiche: a) il conto corrente era inizialmente in disavanzo, b) il miglioramento del saldo è stato superiore a una soglia minima²⁵⁾, c) la correzione si è completata nell'arco di un periodo massimo di quattro anni e d) la nuova situazione è stata mantenuta per almeno cinque anni. Una volta individuati, questi episodi possono essere classificati in vari gruppi usando una analisi di tipo *clustering* (cfr. B. Algieri e T. Bracke per ulteriori dettagli). La figura 13 indica che circa la metà dei sessanta episodi individuati rientra nella categoria della "correzione interna"

21) Cfr. in particolare M. Obstfeld e K. Rogoff (2005), "Global current account imbalances and exchange rate adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 2005, e "The unsustainable US current account position revisited" in R. Clarida (a cura di), *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment*, The University of Chicago Press, 2006.

22) Cfr. C. Engel e J. Rogers (2006).

23) Cfr. P. Engler, M. Fidora e C. Thimann, *External imbalances and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment*, Working Paper della BCE, n. 761, 2007. Considerando variazioni endogene dell'offerta, questo studio mostra che il deprezzamento implicito del dollaro statunitense si riduce in misura significativa. Ciò evidenzia anche l'importanza di mutamenti dal lato dell'offerta ai fini della correzione del disavanzo corrente al di là dell'effetto di breve termine della domanda.

24) B. Algieri e T. Bracke, Working Paper della BCE, n. 762, 2007.

25) La soglia varia fra i paesi ed è fissata pari a una deviazione standard del rapporto tra il saldo corrente e il PIL. Ciò consente di fissare una soglia più elevata per i paesi con saldi correnti storicamente variabili.

(cioè conseguita principalmente attraverso una riduzione dell'assorbimento e della crescita interni, senza un deprezzamento significativo del tasso di cambio), mentre i rimanenti casi sono pressoché equamente ripartiti tra la categoria della "correzione esterna" e quella della "correzione mista" (cioè quando il tasso di cambio ha indotto in larga misura la correzione). Per le economie avanzate, in particolare, gli episodi passati di correzione spesso non sono stati associati a considerevoli variazioni dei tassi di cambio, evidenziando, come sostenuto in altri studi, che per indurre un riassorbimento degli squilibri correnti non è necessario un significativo deprezzamento del tasso di cambio delle valute dei paesi in disavanzo.

5 CONCLUSIONI

L'entità raggiunta dagli squilibri mondiali deriva da una combinazione di fattori strutturali e ciclici. Essa rappresenta una delle principali sfide per l'economia mondiale e i responsabili delle politiche economiche. Certamente le situazioni dei conti con l'estero di economie di importanza sistemica riflettono, in una certa misura, distorsioni rilevanti e continuano altresì a comportare rischi per l'economia mondiale in termini di una possibile correzione disordinata o di pressioni protezionistiche. Sebbene lo scenario di una correzione graduale rimanga quello più probabile, è essenziale assicurare una riduzione progressiva degli squilibri globali nel più lungo termine mediante appropriate misure di politica economica. Un aspetto non meno importante è che la rimozione delle distorsioni e delle barriere strutturali, ad esempio attraverso la liberalizzazione e lo sviluppo dei mercati finanziari, e le riforme strutturali dei mercati del lavoro e dei beni e servizi offrono ampie opportunità per aumentare il livello dell'attività economica e la prosperità.

Diversi comunicati del G7 da settembre 2003 e, in particolare, da febbraio 2004, nonché il processo di consultazione multilaterale dell'FMI recentemente conclusosi riguardante gli squilibri globali, hanno indicato le misure cicliche e strutturali di politica economica che i paesi e le regioni più importanti dovrebbero attuare.

L'impegno in tale direzione svolgerà un ruolo essenziale nell'assicurare che la riduzione degli squilibri mondiali segua un sentiero ordinato.

Il recente riequilibrio della crescita della domanda tra le economie avanzate rappresenta un favorevole fattore ciclico che probabilmente attenuerà il fenomeno nel più breve periodo; tuttavia, occorre attuare misure di carattere più strutturale per affrontare le sfide di medio termine connesse agli squilibri globali. In particolare, una maggiore flessibilità dei tassi di cambio nei paesi che ne sono privi rimane della massima importanza. Ciò vale soprattutto per la Cina, che ha registrato avanzi delle partite correnti molto ampi e crescenti. La sottovalutazione della sua moneta si riflette anche in un'accumulazione molto elevata di riserve valutarie, che rende difficile la gestione macroeconomica interna, tra l'altro attraverso una forte espansione della liquidità e del credito. Inoltre, le riforme, la deregolamentazione e la liberalizzazione del settore finanziario in diverse economie emergenti, fra cui la Cina, saranno cruciali per ridurre l'eccesso di risparmio nonché migliorare l'efficacia delle politiche economiche e l'allocazione complessiva delle risorse, promuovendo così il benessere economico dell'intera popolazione.

Tuttavia, non sono soltanto le economie emergenti a dovere adottare misure di politica economica adeguate. Ulteriori progressi nella riforma strutturale dei mercati del lavoro e dei beni e servizi in Europa e in Giappone sono importanti affinché anche queste economie contribuiscano alla correzione degli squilibri globali. Nel caso degli Stati Uniti, il paese con il disavanzo corrente di gran lunga più ampio nel mondo in termini assoluti, un mutamento delle politiche macroeconomiche, inclusa quella di bilancio, e interventi volti ad aumentare, in particolare, il risparmio del settore privato saranno cruciali per contribuire a ridurre il disavanzo corrente e a riequilibrare i flussi internazionali di capitale. Nel complesso, poiché le più grandi economie del mondo condividono la responsabilità degli squilibri globali, l'attuazione congiunta di riforme strutturali in tutti i paesi interessati aumenterà in misura considerevole le probabilità di una correzione coronata da successo.



IL FINANZIAMENTO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO

In virtù della loro rilevanza economica, le piccole e medie imprese (PMI) sono state oggetto di particolare attenzione da parte delle autorità in Europa. Questo articolo presenta un'analisi approfondita di come i modelli di finanziamento nell'area dell'euro differiscano a seconda delle dimensioni aziendali ed esamina la posizione finanziaria delle PMI sulla base dei dati a livello di singole imprese. Sono inoltre considerate le indicazioni disponibili riguardo all'esistenza di vincoli finanziari specifici alle PMI. Le evidenze tratte da varie indagini segnalano la percezione di vincoli di questo tipo da parte delle PMI, sebbene non in tutti i paesi. Le indicazioni fornite dai dati aggregati di bilancio mostrano che, tenuto conto della composizione settoriale e del paese, la posizione finanziaria delle PMI differisce da quella delle imprese maggiori per quanto concerne il grado di ricorso a fonti di finanziamento esterne e la disponibilità di attività liquide e attività finanziarie immobilizzate. Analogamente, quanto più piccola è un'impresa, tanto più modesta è la sua capacità di rimborso del debito. Inoltre, i dati a livello microeconomico evidenziano negli ultimi anni un aumento della dispersione della posizione finanziaria delle PMI nell'area dell'euro. Emergono infine correlazioni fra vari indicatori finanziari che segnalano posizioni finanziarie fragili.

I INTRODUZIONE

Ai fini della politica monetaria, in sede di valutazione degli andamenti finanziari ed economici, è importante comprendere le decisioni di finanziamento delle imprese, poiché la trasmissione degli impulsi di politica monetaria dipende in certa misura dal comportamento finanziario e dalla struttura dei bilanci delle imprese. È stato rilevato che vari fattori – quali la dimensione e l'età dell'impresa, il settore in cui è prevalentemente attiva, il paese in cui opera (e, in particolare, le istituzioni di tale paese) e il suo grado di sviluppo economico e finanziario – influiscono sull'offerta di fondi alle imprese¹⁾.

Alla luce del particolare interesse che riveste l'accesso delle PMI²⁾ al finanziamento, questo articolo prende in considerazione un fattore specifico fra quelli menzionati in precedenza, la dimensione dell'impresa, e analizza come i modelli di finanziamento differiscano fra le imprese grandi, medie e piccole.

Le dimensioni aziendali possono influire sulla qualità e sulla quantità delle informazioni disponibili in merito ai progetti di un'impresa e sulle garanzie collaterali che può offrire, nonché sulla relazione che intrattiene con i mercati e con le banche. Si ritiene spesso che le imprese minori incontrino problemi di finanziamento più seri di quelle maggiori³⁾. Contrariamente a queste ultime, le piccole imprese spesso non sottoscrivono

contratti pubblicamente visibili (i loro accordi con le forze lavoro, i fornitori e la clientela restano in genere riservati). Inoltre, esse non emettono di norma titoli negoziabili oggetto di valutazione continua nei mercati ufficiali. Fra le imprese quotate, è probabile che quelle di dimensioni minori e di creazione più recente non siano seguite regolarmente dagli analisti. Di conseguenza, le piccole imprese spesso non sono in grado di dimostrare in maniera credibile il proprio merito di credito e potrebbero incontrare difficoltà nel costruirsi una reputazione per segnalare la loro elevata qualità o basso rischio. La risultante asimmetria informativa fra i due lati del mercato potrebbe persino tradursi nell'assoluta impossibilità per l'impresa di ottenere finanziamenti esterni. Ad esempio, dal lato dell'offerta (quello delle banche), i costi connessi con la valutazione del rischio e la determinazione di premi adeguati, nonché quelli relativamente elevati per il monitoraggio delle posizioni creditorie, potrebbero ostacolare il flusso di fondi in favore delle aziende minori. Al riguardo, lo schema di Basilea 2 dovrebbe portare all'elaborazione di rating creditizi anche per

- 1) Cfr. *Corporate finance in the euro area*, BCE, maggio 2007.
- 2) Esistono molteplici definizioni di PMI. In base a quella adottata dall'Osservatorio delle PMI europee, esse sono imprese con meno di 250 occupati.
- 3) Cfr., fra gli altri, M. Gertler, "Financial structure and aggregate economic activity: an overview", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 20 (3), pagg. 559-588, agosto 1988, e *The SME financing gap, volume 1, theory and evidence*, OCSE, 2006.

le PMI. Il nesso probabilmente più stretto che lega i rating al prezzo del finanziamento esterno potrebbe ridurre le asimmetrie informative, consentendo così alle imprese di beneficiare di un più ampio accesso ai fondi.

Anche le differenze relative alle garanzie e al costo del finanziamento potrebbero influire sui modelli di finanziamento delle PMI. Le aziende di piccole dimensioni dispongono spesso di una quantità inferiore di garanzie collaterali che potrebbero proteggere i creditori da eventuali effetti di selezione avversa o *moral hazard*. Inoltre, è plausibile che i costi di finanziamento presentino una componente fissa significativa, che rende i prestiti di importo minore più onerosi di quelli di importo maggiore, destinati per lo più alle grandi imprese.

Per i motivi ricordati, è lecito attendersi che i modelli di finanziamento delle PMI differiscano da quelli delle grandi società. Tuttavia, le asimmetrie informative possono essere ridotte instaurando una relazione di lungo periodo con i finanziatori⁴⁾, che consentirebbe all'impresa di segnalare il proprio merito di credito adempiendo alle obbligazioni debitorie contratte. Si sarebbe pertanto indotti a ritenere che le piccole imprese intrattengano relazioni bancarie più stabili. Inoltre, per quanto riguarda il finanziamento esterno, tali imprese potrebbero non avere accesso ai mercati dei capitali e fare pertanto maggiore affidamento su quelli del credito. In previsione di difficoltà finanziarie, vi è la possibilità che queste imprese detengano una maggiore liquidità per evitare il rischio di non poter realizzare validi progetti.

Fatte queste premesse, il presente articolo esamina in primo luogo l'esistenza di vincoli finanziari per le PMI sulla base delle indicazioni empiriche disponibili e, in particolare, delle informazioni tratte dalle indagini (Sezione 2). Con riferimento ai dati aggregati di bilancio, la Sezione 3 valuta l'impatto degli effetti del settore e del paese sulla posizione finanziaria delle imprese di diverse dimensioni. Vengono poi utilizzati dati a livello microeconomico per analizzare ulteriormente la posizione finanziaria delle PMI (Sezione 4). Infine, nella Sezione 5 sono esposte le principali conclusioni.

2 PICCOLE E MEDIE IMPRESE E VINCOLI FINANZIARI: EVIDENZE TRATTE DALLE INDAGINI

La questione della rilevanza dei vincoli finanziari ha natura empirica; a tutt'oggi non è stato ancora raggiunto un consenso su quali siano le determinanti di tali vincoli e nemmeno su come essi possano definirsi. Una linea di analisi percorribile consiste nel domandare direttamente alle imprese se ritengono di essere soggette a vincoli finanziari⁵⁾. Nel valutare i risultati delle varie indagini di questo tipo condotte dalla Commissione europea, dall'OCSE e dalle autorità nazionali⁶⁾ va tenuto conto di alcune importanti limitazioni. Ad esempio, la formulazione delle domande potrebbe far sì che non vengano individuate alcune delle imprese soggette a vincoli finanziari (ciò può accadere qualora si chieda alle imprese se ritengono di essere vincolate finanziariamente alle condizioni attuali, ma non se si sarebbero indebitate maggiormente ove le condizioni fossero state più favorevoli). Oppure, le risposte delle imprese potrebbero semplicemente rispecchiare un generale deterioramento delle condizioni creditizie nell'economia, deterioramento che le indurrebbe a dichiararsi vincolate pur in assenza di vincoli specifici. Un'ulteriore limitazione dei risultati delle varie indagini è data dall'impossibilità di effettuare confronti con le imprese di grandi dimensioni.

- 4) La letteratura in materia è vasta. Cfr., ad esempio, M.A. Petersen e R.G. Rajan, "The benefits of lending relationships: evidence from small business data", *Journal of Finance*, vol. 49 (1), pagg. 3-37, 1994, e, più di recente, A.N. Berger, R.J. Rosen e G.F. Udell, "Does market size structure affect competition? The case of small business lending", *Journal of Banking and Finance*, vol. 31 (1), pagg. 11-33, 2007.
- 5) Un approccio alternativo si basa sulla stima econometrica di modelli in cui la presenza di vincoli finanziari ha implicazioni verificabili sul comportamento delle imprese (cfr. la rassegna della letteratura in materia all'interno di *Corporate finance in the euro area*, BCE, 2007). Le evidenze ottenute non sono conclusive, poiché i risultati relativi alla correlazione fra le dimensioni dell'impresa e i vincoli finanziari sono contrastanti.
- 6) La Commissione europea ha svolto indagini sulle PMI circa ogni due anni dal 1993. I risultati relativi all'indagine sull'accesso delle PMI al finanziamento sono stati pubblicati all'interno di *Flash Eurobarometer* nel 2005 e dall'Osservatorio per le PMI europee nel 2003. A livello nazionale, le indagini sono condotte dagli istituti nazionali di statistica (Portogallo), dalle BCN (Francia, Italia, Belgio e Finlandia) o da altre istituzioni (Paesi Bassi, Spagna e Germania).

In questo articolo, il termine “vincoli finanziari” si riferisce all'impossibilità per un'impresa di ottenere fondi sufficienti a finanziare gli investimenti necessari ai tassi di interesse correnti o persino a tassi superiori ⁷⁾.

RISULTATI DELLE INDAGINI SUI VINCOLI ALLO SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ E ALL'ACCESSO AL FINANZIAMENTO BANCARIO

Sebbene differiscano considerevolmente in termini di struttura e domande, nell'insieme le indagini indicano in genere che l'ampia maggioranza delle imprese è in grado di ottenere i fondi di cui necessita. Tuttavia, sussistono disparità significative da un paese all'altro. In base all'indagine dell'European Network for SME Research (ENSR) ⁸⁾ per il 2003, in media il 10 per cento circa delle PMI di 19 paesi europei affermava che l'accesso al finanziamento rappresentava il principale vincolo gravante sui risultati della loro attività nei due anni precedenti. Una percentuale più elevata di imprese citava vincoli di altro tipo, quali il potere d'acquisto dei consumatori (36 per cento), collegato al clima economico sfavorevole del momento, e la carenza di manodopera qualificata (13 per cento). I vincoli finanziari erano più stringenti per le imprese nei settori dei trasporti e delle comunicazioni e per quelle di piccole dimensioni (10-49 occupati), che non per quelle piccolissime (meno di 10 occupati) o medie (50-249 occupati).

In un'ottica leggermente diversa, più di recente l'indagine Flash Eurobarometer ⁹⁾ ha domandato alle imprese quali fattori avrebbero potuto assicurare più efficacemente il loro sviluppo. L'agevole accesso ai mezzi di finanziamento è stato citato come terzo fattore, dopo la regolamentazione sociale e fiscale e la disponibilità di manodopera più qualificata sul mercato. Alle imprese è stato inoltre chiesto se i finanziamenti correnti erano in generale sufficienti a realizzare i loro progetti. La maggioranza delle PMI ha risposto in maniera affermativa in tutti i paesi dell'area dell'euro, seppur con alcune disparità da un paese all'altro. In Irlanda e Finlandia, oltre nove PMI su dieci hanno dichiarato di disporre di finanziamenti sufficienti, contro appena i due terzi delle PMI di Portogallo e Italia.

Una recente indagine dell'OCSE ¹⁰⁾ è giunta alla conclusione preliminare che nei paesi membri dell'organizzazione le PMI sono in grado di ottenere finanziamenti sufficienti dalle banche e dagli altri istituti di credito, per cui non vi è in quei paesi un *gap* significativo di finanziamento per le PMI. L'indagine evidenzia inoltre che tale *gap* è maggiore per i finanziamenti tramite capitale di rischio che non per quelli tramite capitale di debito. Allo stesso tempo, vi è la percezione che in gran parte dei paesi sussistano problemi nel convogliare fondi alle *start-up* e alle imprese giovani e altamente rischiose che adottano nuovi modelli operativi ¹¹⁾. Va notato che, diversamente dalle indagini condotte per la Commissione europea, quella dell'OCSE non è stata condotta a livello di imprese, ma indirizzata agli esperti delle autorità di governo e delle banche centrali.

Per quanto concerne le fonti di finanziamento, le indagini condotte per la Commissione europea indicano che i prestiti bancari costituiscono il principale canale attraverso il quale le imprese ottengono finanziamenti esterni. I risultati dell'ultima indagine Flash Eurobarometer mostrano che le banche rappresentano di gran lunga la prima fonte di finanziamento esterno per le PMI, seguite dalle società di *leasing*/noleggio e dagli investitori privati (a seconda del paese). L'accesso al credito bancario è considerato di massima importanza in Francia, dove il 64 per cento delle società intervistate è d'accordo nell'affermare che in assenza di prestiti bancari non avrebbe potuto completare con successo i propri progetti. All'estremo opposto si situa la Finlandia, in

7) La definizione non comprende tuttavia le società che decidono di non ricercare ulteriori finanziamenti ritenendo che il relativo costo sia “elevato”; ciò implica che, ai fini del presente articolo, i vincoli finanziari non siano una questione di costo, ma piuttosto di risorse a disposizione.

8) Cfr. Osservatorio per le PMI europee, Commissione europea, 2003.

9) Cfr. *SME access to finance*, Flash Eurobarometer 174, Commissione europea, 2005.

10) Cfr. *The SME financing gap, volume 1, theory and evidence*, OCSE, 2006.

11) Cfr. anche il rapporto *IT innovations and financing patterns: implications for the financial system*, BRI, 2002, che esamina il nesso fra l'impiego delle nuove tecnologie e il fabbisogno finanziario delle imprese, nonché il ruolo dei mercati e degli intermediari finanziari nel finanziamento di attività innovative.

Tavola 1 Accesso al finanziamento: difficoltà nell'ottenere prestiti bancari per le PMI

(valori percentuali)

Avete ottenuto tutti i prestiti di cui avevate bisogno dalla vostra banca nei tre anni passati?

	Numero di occupati, 2001			Principale attività			Totale
	0-9	10-49	50-249	Industria	Commercio	Servizi	
Non applicabile: non sono stati richiesti prestiti nei tre anni passati	38	28	23	34	36	39	37
Si	49	55	53	54	52	46	50
Parzialmente	2	2	1	2	2	2	2
No	6	6	5	6	6	6	6
Non risponde/non sa	5	9	18	4	4	6	5
Totale	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: indagine European Network for SME Research, anno 2002.

cui il 78 per cento delle imprese non si dichiara d'accordo con tale affermazione. Anche le opinioni sulla facilità di accesso ai prestiti bancari differiscono. In Finlandia, ad esempio, il 95 per cento delle imprese ha dichiarato di aver avuto un accesso agevole a tale forma di finanziamento, contro appena il 14 per cento in Germania.

Anche le indagini dell'ENSR evidenziano che i prestiti e gli scoperti bancari costituiscono i principali strumenti di finanziamento con capitale di debito per le PMI, benché l'importanza di fonti alternative, quali il *leasing* e il *factoring*, sia andata aumentando. L'indagine dell'ENSR del 2002 mostra che, nei tre anni antecedenti, solo il 37 per cento delle imprese non aveva fatto richiesta di un prestito bancario addizionale. Tra le imprese intervistate, il 50 per cento aveva richiesto un prestito e ricevuto l'importo desiderato, il 2 per cento aveva ottenuto una parte dell'importo e solo il 6 per cento si era visto rifiutare il prestito (corrispondente al 10 per cento delle imprese richiedenti un credito bancario) (cfr. tavola 1). La domanda di prestiti è stata soddisfatta in misura maggiore nel caso delle imprese medie e in misura minore nel caso di quelle piccolissime (0-9 occupati) e di quelle del settore dei servizi. In base all'indagine, il principale motivo di rifiuto a concedere prestiti addizionali era l'inadeguatezza delle garanzie collaterali, soprattutto per le imprese piccole (10-49 occupati) e piccolissime. Con l'aumentare delle dimensioni aziendali diminuisce l'importanza delle garanzie, mentre aumenta quella dei risultati conseguiti e dei flussi informativi.

RISULTATI DELLE INDAGINI NAZIONALI

Oltre alle indagini regolarmente condotte per la Commissione europea, vari paesi dell'area dell'euro effettuano interviste presso le imprese a livello nazionale¹²⁾. Tali indagini sono volte principalmente a monitorare gli andamenti degli investimenti e dell'occupazione, ma contengono in genere anche indicatori alternativi dei vincoli finanziari e dell'accesso al credito, costruiti tuttavia in base a metodologie *ad hoc* (in termini sia di formulazione delle domande, sia di definizione delle categorie dimensionali delle aziende). Sebbene le risposte non possano essere facilmente raffrontate a livello internazionale, i risultati delle indagini segnalano l'esistenza di alcuni vincoli finanziari per le piccole imprese. Esse indicano inoltre che il nesso fra le dimensioni dell'impresa e la percezione di vincoli finanziari non è necessariamente monotono né costante nel tempo. Tuttavia, ciò è probabilmente dovuto al fatto che altri fattori rilevanti, quali l'età dell'impresa, non vengono presi in considerazione.

In sintesi, le indagini forniscono indicazioni secondo cui fra le PMI dell'area dell'euro alcune incontrano vincoli finanziari stringenti (ossia non hanno accesso al finanziamento pur trovandosi nella necessità di indebitarsi), mentre l'ampia maggioranza gode di un accesso al credito adeguato. Inoltre, l'indagine dell'OCSE mostra che nei paesi membri il *gap* di finanziamento è

12) Cfr. nota 6.

maggiore per le PMI innovative¹³⁾. Nel complesso, le indicazioni di carenze nel finanziamento di una piccola parte di PMI non segnalano di per sé un'allocazione del credito scarsamente efficiente.

3 DIFFERENZE TRA IL FINANZIAMENTO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE E QUELLO DELLE GRANDI AZIENDE

Poiché le imprese di grandi dimensioni sono più diversificate, possono offrire maggiori garanzie collaterali e dispongono nei confronti delle banche di un potere di negoziazione superiore, è probabile che godano di un accesso più agevole al finanziamento bancario e nei mercati dei capitali. Inoltre, per loro si pongono verosimilmente meno problemi di asimmetrie informative di quanto non avvenga per le PMI. Di conseguenza, ci si potrebbe aspettare che, rispetto alle grandi imprese, le aziende minori facciano un più ampio affidamento sull'autofinanziamento e che, pertanto, presentino livelli di indebitamento inferiori. I livelli di indebitamento potrebbero tuttavia risultare superiori a quelli delle grandi aziende qualora le piccole imprese fossero meno redditizie. Inoltre, con riferimento al finanziamento esterno, le piccole imprese potrebbero non aver accesso ai mercati dei capitali ed essere quindi costrette a ricorrere maggiormente ai mercati del credito. È pertanto lecito attendersi che, in termini di finanziamento esterno, esse si avvalgano in misura relativamente maggiore del credito bancario rispetto alle grandi società.

Dal lato dell'attivo, la letteratura empirica e teorica ha spesso sottolineato il potenziale nesso fra disponibilità liquide e vincoli finanziari¹⁴⁾. In base a tale nesso, le imprese minori avrebbero tante più attività liquide quanto più soggette a vincoli finanziari. Per analogia, le grandi imprese, che si considerano spesso maggiormente sofisticate da un punto di vista finanziario, dovrebbero portafogli più diversificati.

Tuttavia, l'asserzione secondo cui le PMI sarebbero finanziariamente più vincolate delle grandi imprese potrebbe forse rispecchiare la loro maggiore presenza in settori ed economie con particolari caratteristiche (quali problemi di asimmetrie

informative o determinati fattori istituzionali) che accrescono le difficoltà di accedere al finanziamento esterno. I dati dell'Osservatorio sulle PMI europee mostrano che queste società rivestono un ruolo di spicco in settori come quello dell'edilizia, del commercio all'ingrosso e di quello al dettaglio. Per contro, vi è una predominanza di grandi imprese nelle industrie di larga scala, come quelle mineraria, dei trasporti e delle comunicazioni. Le imprese hanno generalmente dimensioni maggiori anche nei settori che presentano un più elevato fabbisogno di finanziamento esterno, data la maggiore facilità che hanno nel reperire fondi.

Oltre a ciò, il settore delle PMI differisce ampiamente da paese a paese. Rispetto alla media dell'area dell'euro, la quota di occupati presso le PMI è notevolmente maggiore in Italia, Spagna, Portogallo e Grecia e notevolmente inferiore in Germania, Paesi Bassi e Finlandia. In termini di valore aggiunto, il contributo delle PMI è ben superiore alla media dell'area in Italia, Grecia e Lussemburgo, e ben inferiore in Irlanda, Finlandia e Francia.

Al fine di valutare l'impatto degli effetti settoriali e nazionali sulla posizione finanziaria delle imprese di diverse dimensioni, è possibile confrontare alcuni rilevanti indicatori finanziari tratti direttamente dai dati di bilancio aggregati (indicatori non corretti della base dati BACH della Commissione europea¹⁵⁾) con gli stessi indicatori

13) Ciò comporterebbe che le imprese soggette a vincoli finanziari possano essere classificate in due categorie: a) le imprese innovative, appartenenti solitamente ai settori più rischiosi, che si rivolgono a istituti di credito, benché il mezzo migliore per finanziare i loro investimenti sia teoricamente il capitale di rischio; b) le imprese incapaci di creare valore, che comportano un rischio di credito elevato.

14) T. Opler, L. Pinkowitz, R. Stulz e R. Williamson, "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics*, vol. 52, pagg. 3-46, 1999.

15) La base dati Bank for the Accounts of Companies Harmonised (BACH), disponibile sul sito Internet della Commissione europea, contiene i dati armonizzati di contabilità delle imprese non finanziarie forniti dalle centrali nazionali dei bilanci, rendendo possibile effettuare confronti tra paesi. Essa fornisce i dati annui aggregati per nove paesi dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia), ripartiti in base ai sottosettori industriali della NACE Rev. 1 e a tre diverse categorie dimensionali, definite in base al giro d'affari (inferiore ai 10 milioni di euro per le piccole imprese, fra i 10 e i 50 milioni per le medie imprese e superiore ai 50 milioni di euro per le grandi imprese).

corretti per tenere conto di tali effetti. La correzione consiste nell'applicare la medesima composizione per paese e per settore a tutte le categorie dimensionali. I pesi utilizzati per ciascun settore di ciascun paese sono, per tutte le dimensioni, le quote di valore aggiunto corrispondenti alle varie combinazioni settore/paese sul totale del valore aggiunto dell'area dell'euro.

La figura 1a mostra che le grandi imprese hanno fatto registrare, in media, la più alta redditività dell'attivo (*return on assets*, ROA)¹⁶. Tale risultato è tuttavia ampiamente dovuto a effetti di paese e di settore: applicando la stessa composizione per paese e per settore a tutte le categorie dimensionali, non si riscontrano infatti differenze marcate a livello di ROA fra i vari gruppi dimensionali negli ultimi anni. Nella seconda metà degli anni novanta, il ROA risulta invece più elevato per le grandi imprese allorché si utilizzano gli indicatori corretti.

Passando all'analisi del finanziamento esterno, le dimensioni appaiono avere rilevanza considerevole nel caso di alcune fonti specifiche. Le PMI fanno maggiore affidamento sui prestiti rispetto alle grandi aziende e ciò vale anche dopo aver preso in considerazione gli effetti settoriali e nazionali (cfr. figura 1b).

Sulla base del rapporto fra debito e *cash flow*, un indicatore della capacità di un'impresa di rimborsare il proprio debito, sono le grandi aziende a presentare la situazione finanziaria più solida (cfr. figura 1c). I dati corretti evidenziano una relazione sostanzialmente monotona fra le dimensioni dell'impresa e il rimborso del debito (quindi, quanto più l'azienda è piccola, tanto minore è la sua capacità di rimborso), relazione che non emerge con altrettanta chiarezza dagli indicatori non corretti¹⁷.

Per quanto riguarda la struttura dell'attivo, le quote delle attività liquide e delle attività finanziarie immobilizzate sulle attività totali differiscono considerevolmente a seconda delle categorie dimensionali: in base ai dati corretti, le grandi imprese presentano i valori più elevati del rapporto tra attività finanziarie immobilizzate e attività to-

tali e quelli più bassi per il rapporto fra attività liquide e attività totali (cfr. figure 1d e 1e). Tali rapporti differiscono inoltre ampiamente da un paese all'altro, segnalando forse divergenze nello sviluppo dei mercati finanziari nazionali, e, in misura minore, da un settore all'altro. Le differenze fra settori sono notevoli nel caso del rapporto tra immobilizzazioni materiali e attività totali, coerentemente con le forti disparità settoriali in termini di intensità di capitale. Poiché le grandi aziende rivestono un ruolo rilevante in settori quali l'elettricità, i trasporti, il magazzinaggio e le comunicazioni, che, insieme agli "altri servizi", costituiscono i settori a maggiore intensità di capitale, tali aziende evidenziano in tutti paesi le maggiori quote di immobilizzazioni materiali sull'attivo totale (in base ai dati non corretti). Al netto dei fattori settoriali e nazionali, la relazione positiva e monotona fra dimensioni aziendali e rapporto fra immobilizzazioni materiali e attività totali, osservata sulla base dei dati non corretti, si inverte e diviene incerta (cfr. figura 1f).

Passando all'analisi della struttura per scadenze del passivo, la quota del debito a breve scadenza sul debito totale appare sostanzialmente analoga per tutte le categorie dimensionali in base ai dati corretti (cfr. figura 1g). Per contro, i dati non corretti evidenziano valori inferiori per le imprese di grandi dimensioni. Questa differenza è ampiamente riconducibile a effetti settoriali: il settore delle costruzioni e quelli del commercio all'ingrosso e al dettaglio, dove prevalgono le piccole imprese, presentano le scadenze più brevi dal lato dell'attivo.

In sintesi, alcune delle divergenze osservate tra la posizione finanziaria delle PMI e quella delle aziende maggiori sono dovute a differenze nella loro composizione settoriale e nelle relative concentrazioni tra paesi. Questo sembra spiegare i

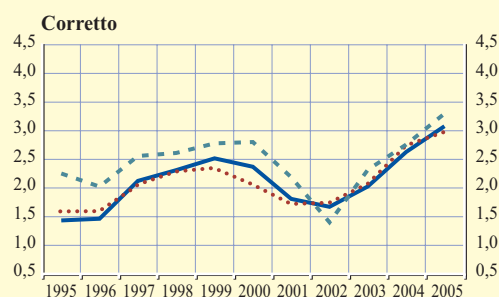
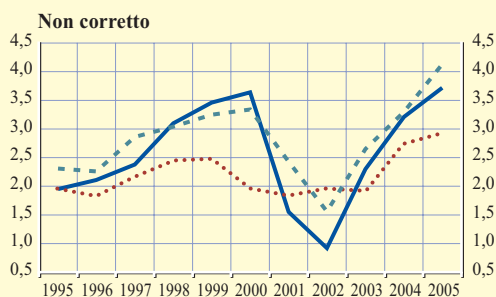
16) Le grandi aziende presentano altresì i valori più elevati di redditività del capitale (*return on equity*, ROE). Tuttavia, il nesso positivo tra redditività e dimensioni aziendali non appare lineare, dal momento che, rispetto alle imprese più piccole, quelle medie fanno generalmente registrare nel tempo rendimenti più bassi dell'attivo, nonché in alcuni anni rendimenti più bassi del capitale.

17) Lo stesso andamento si osserva per il rapporto tra debito e attività totali.

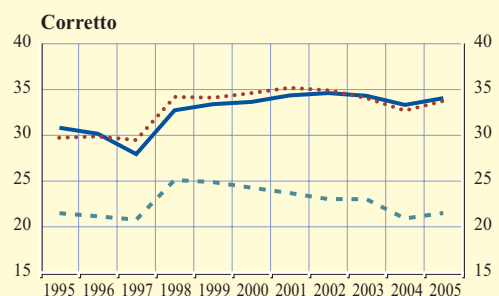
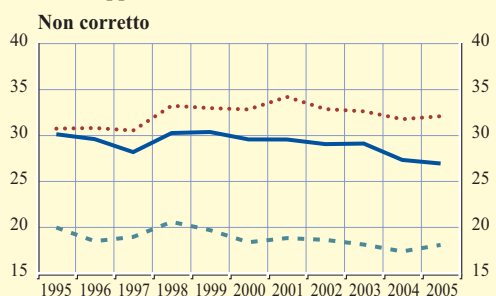
Figura I Indicatori della posizione finanziaria delle imprese in base alla loro dimensione

— piccole
 medie
 - - - - grandi

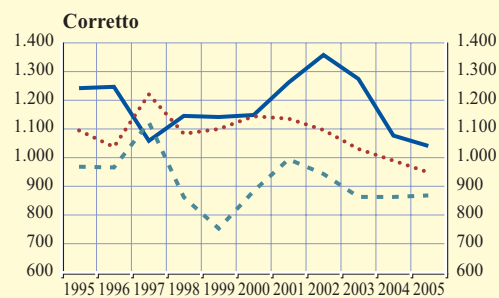
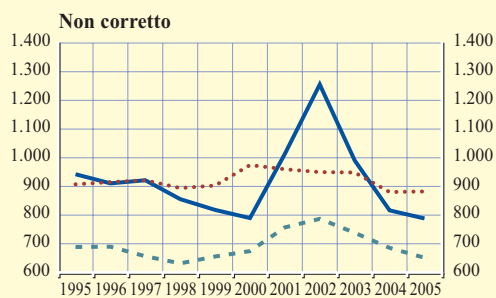
1a – Redditività dell'attivo



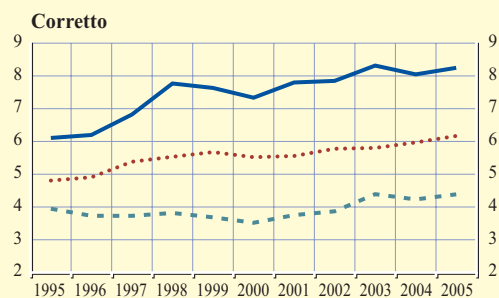
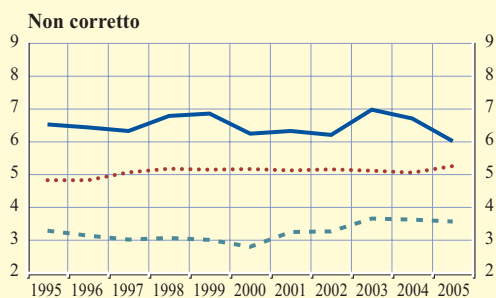
1b – Rapporto fra debito bancario e debito totale



1c – Rapporto fra debito e cash flow



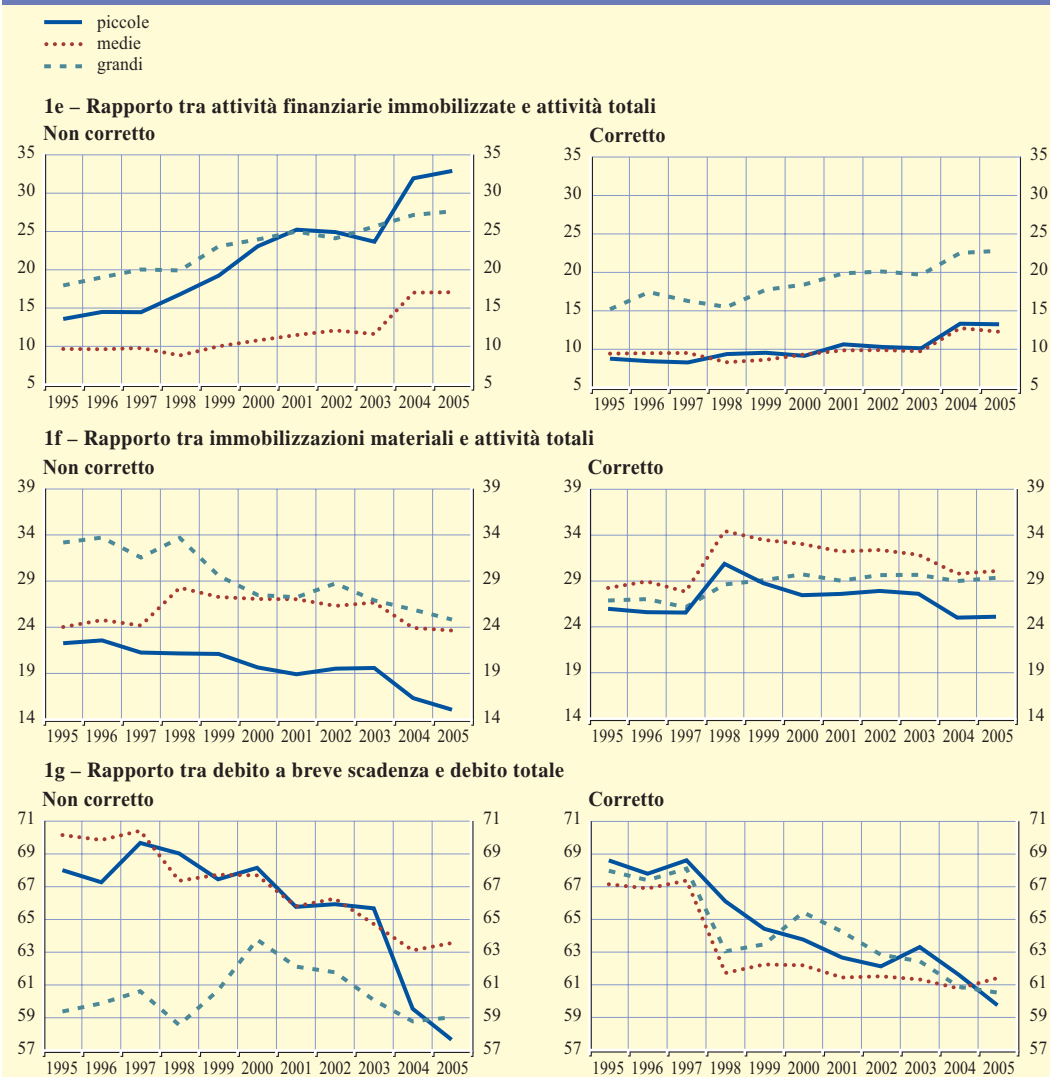
1d – Rapporto fra liquidità e attività totali



Fonte: base dati BACH ed elaborazioni della BCE.

Nota: i valori corretti sono calcolati dando lo stesso peso a ciascun settore in ogni paese per tutte le categorie dimensionali. I pesi utilizzati corrispondono alle quote di valore aggiunto per le varie combinazioni settore/paese sul totale del valore aggiunto dell'area dell'euro.

segue: Figura I Indicatori della posizione finanziaria delle imprese in base alla loro dimensione



Fonte: base dati BACH ed elaborazioni della BCE.

Nota: i valori corretti sono calcolati dando lo stesso peso a ciascun settore in ogni paese per tutte le categorie dimensionali. I pesi utilizzati corrispondono alle quote di valore aggiunto per le varie combinazioni settore/paese sul totale del valore aggiunto dell'area dell'euro.

differenti rapporti fra immobilizzazioni materiali e attività totali e fra debito a breve scadenza e debito totale. In altri casi, le disparità osservate persistono anche tenuto conto delle specificità settoriali e nazionali, come ad esempio per quanto riguarda la quota di attività finanziarie immobilizzate sulle attività totali, il grado di dipendenza dalle attività liquide e dai prestiti bancari e il rapporto fra debito e *cash flow*. Risultati analoghi si ottengono usando il metodo della scomposizione della varianza (cfr. il riquadro successivo).

Vi sono tuttavia alcune limitazioni nelle conclusioni raggiunte. Alcune determinanti potenzialmente importanti dell'accesso al finanziamento, come l'età e la struttura proprietaria dell'impresa (probabilmente correlati con le dimensioni della stessa), non vengono prese in considerazione. Infine, la base dati BACH è soggetta a un *bias* di selezione, dal momento che le piccole imprese considerate tendono a essere quelle che presentano una situazione finanziaria migliore.

Riquadro

DIMENSIONI AZIENDALI E DIFFERENZE NEI MODELLI DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE: ANALISI DELLA VARIANZA

Il metodo della scomposizione della varianza è utilizzato per confrontare, con riferimento a una serie di indici finanziari, la parte di varianza riconducibile alle dimensioni aziendali e quella non dovuta a tale fattore, ma potenzialmente ascrivibile ad altre fonti di variabilità esistenti.

A tal fine, la varianza totale di un determinato indice è scomposta in varianza fra categorie dimensionali e varianza all'interno di una stessa categoria dimensionale¹⁾. In particolare, quest'ultima varianza riflette l'eterogeneità della categoria dimensionale considerata, calcolata utilizzando le osservazioni relative a vari settori e paesi. La scomposizione è effettuata in modo analogo per i fattori settore e paese. La "varianza fra categorie", ottenuta tramite queste scomposizioni, può quindi essere esaminata per valutare quale rilevanza abbia il fattore dimensionale nello spiegare i modelli di finanziamento, rispetto al settore di attività o al paese di origine.

Scomposizione della varianza: il contributo della dimensione, del settore e del paese

(indicatori corretti; media 1999-2005; valori percentuali)

Redditività e finanziamento esterno

Indicatore	Redditività dell'attivo	Rapporto fra debito bancario e debito totale
Dimensione	0,5	8,6
Settore	12	19
Paese	43	37

Struttura di bilancio

Indicatore	Rapporto fra debito e cash flow	Rapporto fra liquidità e attività totali	Rapporto tra debito a breve scadenza e debito totale	Rapporto tra attività finanziarie immobilizzate e attività totali
Dimensione	4,8	31	0,1	19
Settore	22	13	66	10
Paese	22	40	20	33

Fonte: base dati BACH ed elaborazioni della BCE.

Nell'analisi che segue si considera un'osservazione – corrispondente alla media del periodo 1999-2005 – per ciascuna combinazione di dimensione/settore/paese, focalizzando l'attenzione sulle differenze strutturali fra i vari modelli di finanziamento.

I risultati della scomposizione della varianza sono illustrati nella tavola, che riporta per ciascun indice finanziario analizzato la percentuale di varianza riconducibile ai fattori dimensione, settore e paese. La presenza o l'assenza di differenze fra categorie dimensionali per quanto riguarda la serie di indicatori corretti presentati nel testo è sostanzialmente confermata dal contributo del fattore dimensionale alla varianza totale fra le diverse imprese.

1) Il procedimento consiste nello scomporre la varianza (la somma dei quadrati SS) di una serie di dati organizzati in categorie nelle componenti della varianza fra categorie e della varianza all'interno delle singole categorie. Le categorie possono essere costruite sulla base di fattori come la dimensione (J = 1, ... 3), il settore (S = 1, ... 6) e il paese (C = 1, ... 9). Ad esempio, nel caso della dimensione, dove d rappresenta le categorie dimensionali: SS=SS fra d + SS all'interno di d

La varianza fra le categorie e all'interno di esse per l'indicatore I può essere calcolata come segue:

Varianza fra categorie dimensionali in rapporto alla varianza totale:

$$\frac{1}{3} \cdot \sum_{J=1}^3 \left(\sum_{C=1}^9 \sum_{S=1}^6 W_{CS} I_{CS} \right)^2 - \left(\frac{1}{3} \cdot \sum_{J=1}^3 \sum_{C=1}^9 \sum_{S=1}^6 W_{CS} I_{CS} \right)^2$$

Varianza all'interno delle categorie dimensionali in rapporto alla varianza totale:

Somma(Varianza ponderata (I grande), Varianza ponderata (I medio), Varianza ponderata (I basso)) dove Varianza ponderata (I_J)

$$\left(\frac{1}{3} \right) \cdot \left(\sum_{C=1}^9 \sum_{S=1}^6 W_{CS} I_{CS}^2 \right) - \left(\sum_{C=1}^9 \sum_{S=1}^6 W_{CS} I_{CS} \right)^2$$

Redditività e finanziamento esterno

Nella parte superiore della tavola, la prima colonna indica che le differenze in termini di redditività dell'attivo non sembrano significativamente correlate alle dimensioni aziendali – questo fattore spiega meno dell'1 per cento della varianza – ma sono più probabilmente causate soprattutto dal diverso peso relativo delle PMI all'interno dei vari settori e paesi.

Il paese di origine ha un'importanza maggiore delle dimensioni e del settore per quanto riguarda il ricorso ai prestiti bancari (seconda colonna). Un'ulteriore analisi segnala l'esistenza di ampie disparità da un paese all'altro riguardo al peso che hanno i prestiti per le PMI (soprattutto quelle piccole), mentre tali disparità sono contenute nel caso delle grandi aziende. Pertanto, l'ampia variabilità del peso dei prestiti bancari fra le PMI riflette probabilmente differenze istituzionali. Questi risultati sono coerenti con l'evidenza di un elevato grado di integrazione raggiunto dal mercato delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro e di una persistente frammentazione del mercato bancario al dettaglio²⁾.

Struttura di bilancio

La parte inferiore della tavola riporta quattro indicatori relativi alla struttura di bilancio. Per quanto riguarda il rapporto tra debito e *cash flow*, la scomposizione della varianza mostra che i fattori paese e settore hanno una rilevanza maggiore rispetto alla dimensione, essendo ciascuno all'origine di quasi il 25 per cento della variabilità osservata. Quanto alla struttura dell'attivo, i rapporti fra attività liquide e attività finanziarie immobilizzate rispetto alle attività totali differiscono ampiamente da un paese all'altro, forse segnalando discrepanze nello sviluppo dei rispettivi mercati finanziari, e in misura minore da un settore all'altro. Le dimensioni non sembrano avere un ruolo importante per quanto riguarda la struttura per scadenza delle passività, dove il fattore predominante risulta essere quello settoriale.

2) Cfr. *Financial integration in Europe*, BCE, marzo 2007.

4 LA POSIZIONE FINANZIARIA DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE: ANALISI A LIVELLO DI IMPRESA

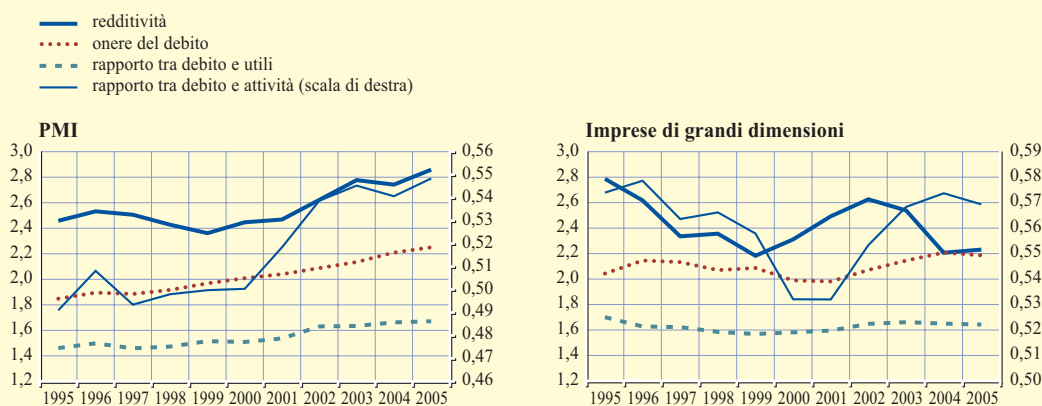
Da numerose indicazioni empiriche, le decisioni reali delle imprese (ad esempio riguardo agli investimenti e all'occupazione) risultano condizionate dalla loro situazione finanziaria. Ciò è particolarmente vero per le società che si trovano in una posizione finanziaria più fragile¹⁸⁾, il che rende auspicabile integrare le informazioni a livello aggregato con un'analisi a livello microeconomico, al fine di valutare ulteriormente la situazione finanziaria delle PMI nell'area dell'euro. In primo luogo, si esamina quindi una misura della dispersione degli indicatori finanziari fra le imprese. Una valutazione più approfondita delle variazioni della dispersione

richiede che si analizzi in maggiore dettaglio la configurazione della distribuzione. Sulla base di queste premesse, in questa sezione si analizzano i dati a livello di impresa ricavati dalla base dati AMADEUS del Bureau van Dijk. L'analisi copre il periodo 1995-2005.

La figura 2 presenta una misura della dispersione, il coefficiente di variazione interquartile, che considera la differenza fra i valori osservati nella parte superiore e in quella inferiore della distribuzione delle imprese. Tale misura è calcolata per la redditività, l'onere del debito e

18) Cfr. I. Hernando e C. Martínez-Carrascal, *The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data*, Working Paper n. 319 del Banco de España, 2003.

Figura 2 Coefficiente di variazione interquartile: PMI e imprese di grandi dimensioni



Fonti: Bureau van Dijk (base dati AMADEUS) ed elaborazioni della BCE.

Note: il coefficiente di variazione interquartile è definito dalla distanza tra il 75° e il 25° percentile divisa per il valore del 50° percentile. La redditività è definita dagli utili rispetto al valore medio dell'attivo dell'anno. L'onere del debito è definito come il pagamento degli interessi in rapporto agli utili al lordo di interessi, tasse e ammortamenti. L'indebitamento è definito come debito in rapporto agli utili al lordo di interessi, tasse e ammortamenti. Il debito include il credito commerciale poiché questa variabile non è disponibile separatamente per tutti i paesi nella base dati usata per l'analisi.

l'indebitamento (quest'ultimo rispetto sia alle attività sia ai risultati) delle PMI (diagramma a) e delle grandi aziende (diagramma b). Dal raffronto emerge che la posizione finanziaria delle PMI non ha una variabilità maggiore di quella delle grandi aziende¹⁹⁾. Tuttavia, negli anni recenti la misura della dispersione è aumentata per tutti gli indici delle PMI, e in particolare per quello della redditività, un andamento che non si riscontra nel caso delle società di grandi dimensioni. Poiché l'incremento della dispersione può essere potenzialmente sintomatico di un andamento divergente nei vari percentili della distribuzione, è interessante analizzare l'evoluzione nel tempo di questi percentili per ciascun indicatore finanziario considerato.

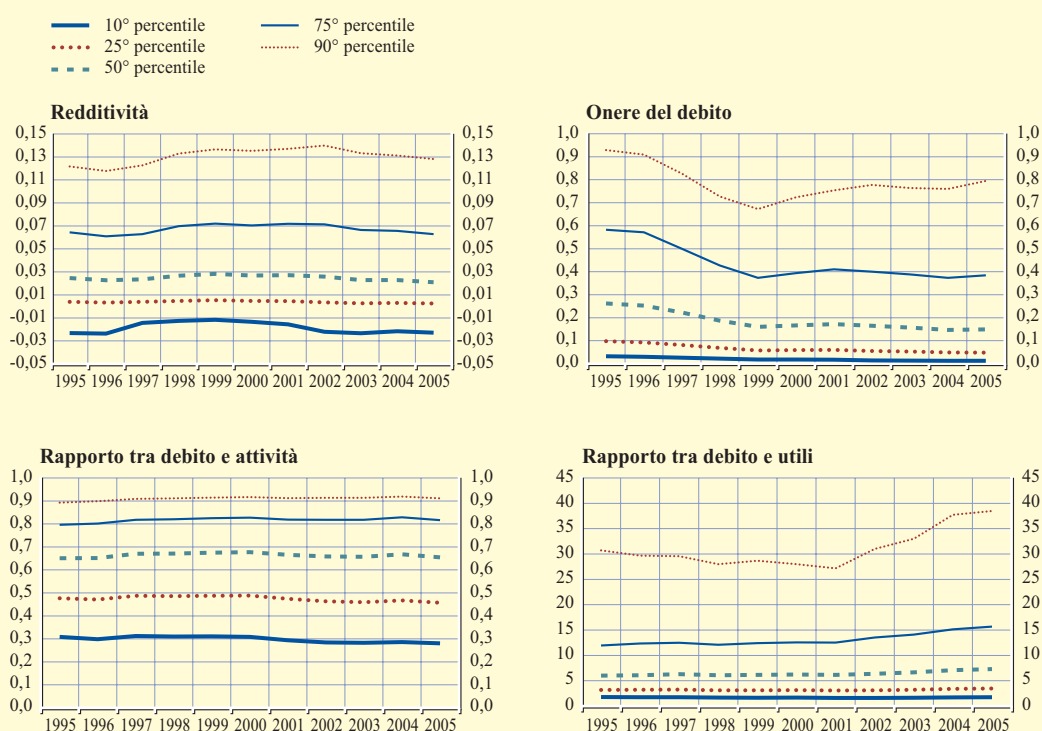
Nella figura 3 sono riportati i valori del 10°, 25°, 50°, 75° e 90° percentile per i quattro indicatori considerati. Tali percentili rappresentano, in ciascun anno, il livello degli indici che, dopo aver ordinato tutte le osservazioni dal valore più basso a quello più alto, fa sì che rimangano al di sotto rispettivamente il 10, 25, 50, 75 e 90 per cento delle osservazioni. Ad esempio, il 50 per cento delle società presen-

ta valori inferiori al 50° percentile, mentre la parte restante presenta valori superiori. Pertanto, questo percentile può essere considerato rappresentativo della PMI "tipica", mentre i percentili più elevati corrispondono – fatta eccezione per l'indicatore della redditività – alla situazione delle società sottoposte a maggiori pressioni finanziarie.

È possibile ricavare varie conclusioni dalla figura. In primo luogo, l'evoluzione segnata dall'impresa tipica (il 50° percentile) è nella maggioranza dei casi in linea con quella evidenziata dal corrispondente indicatore aggregato. Ciò non avviene tuttavia per la misura della redditività (cfr. diagramma superiore di sinistra della figura 3): mentre a partire dal 2002 l'indicatore aggregato di redditività mostra una ripresa, dopo il rallentamento del 1999-2001, quello per l'impresa mediana ha proseguito il calo iniziato alla fine degli anni novanta. Anche le società in situazione più vulnerabile (quelle nel decile

19) È degno di nota che la dispersione per le PMI risulterebbe più elevata se fosse misurata utilizzando il più alto e il più basso decile, invece dei quartili, e quindi prendendo in considerazione soltanto i valori più estremi.

Figura 3 Indicatori finanziari per le PMI



Fonti: Bureau van Dijk (base dati AMADEUS) ed elaborazioni della BCE.

inferiore) hanno registrato un calo della redditività. Ciò contrasta con quanto osservato per le grandi aziende, per le quali negli ultimi anni del campione si osserva una tendenza positiva nei vari percentili della distribuzione, compresi quelli corrispondenti alle società in condizioni finanziarie più fragili.

In secondo luogo, la riduzione dell'onere del debito, osservabile a livello aggregato dal 2002, riflette gli andamenti positivi di gran parte delle PMI, ma non di quelle in una situazione più vulnerabile (ossia, quelle nella parte superiore della distribuzione, come mostra il diagramma in alto a destra della figura 3). Il risultato complessivo è l'aumento del coefficiente di variazione interquartile citato in precedenza. Si può inoltre osservare che la diminuzione dei tassi di interesse nella seconda metà degli anni novanta ha favorito in particolare le società con il più alto onere del debito.

Infine, l'aumento aggregato della dispersione del rapporto tra debito e utili riflette un aumento maggiore per le società nella parte superiore della distribuzione (cfr. diagramma in basso a destra delle figura 3), ancora una volta più elevato di quello osservato per le aziende di grandi dimensioni. La distribuzione del rapporto fra debito e attività è rimasta sostanzialmente stabile nell'ultimo decennio (cfr. diagramma in basso a sinistra della figura 3).

L'INTERAZIONE FRA INDICATORI FINANZIARI: ANALISI DELLE CODE DELLA DISTRIBUZIONE

Al fine di poter trarre delle conclusioni riguardo alla solidità finanziaria del settore delle imprese, è utile analizzare congiuntamente indicatori alternativi dello stato di salute finanziaria. Ad esempio, i rischi associati con alti livelli di indebitamento risultano inferiori se si accompagnano a una buona redditività e/o a indici di li-

quidità elevati. Per contro, la compresenza di un alto indebitamento e di una bassa redditività, un elevato onere del debito e un indice di liquidità contenuto dovrebbe accrescere la vulnerabilità di un'impresa a shock inattesi.

La tavola 2 riporta il valore mediano della redditività²⁰⁾, dell'onere del debito, della liquidità e del rapporto tra debito e utili per quattro diversi gruppi di imprese, classificate in base al rapporto tra debito e attività. Il primo gruppo comprende le società con un rapporto tra debito e attività inferiore al 25° percentile della distribuzione di un dato anno, il secondo quelle fra il 25° e il 50° percentile, il terzo quelle fra il 50° e il 75° percentile, e infine il quarto gruppo contiene le società nel quartile superiore della distribuzione. Come si può vedere, le imprese appartenenti a quest'ultimo gruppo – ossia quelle con l'indebitamento più elevato rispetto all'attivo – presentano i valori mediani più bassi per quanto riguarda gli indici di liquidità e di redditività e quelli più elevati per l'indicatore dell'onere del debito. Queste imprese evidenziano inoltre i valori di indebitamento più alti rispetto agli utili che generano. Analogamente, oltre il 40 per cento delle imprese con un rapporto fra debito e attività oltre il 75° percentile della distribuzione evidenzia valori nella coda, o quartile, superiore della distribuzione anche

per l'onere del debito e il rapporto tra debito e *cash flow*, e valori nella coda inferiore dell'indicatore della redditività. Il 35 per cento di queste società presenta valori nel quartile inferiore della distribuzione dell'indice di liquidità. Queste evidenze mostrano che vi sono importanti legami fra i vari indicatori di fragilità della situazione finanziaria²¹⁾.

5 CONCLUSIONI

Le disparità nei modelli di finanziamento delle imprese di piccole e grandi dimensioni e l'esistenza di vincoli finanziari (una fattispecie estrema di imperfezione del mercato) potrebbero indicare che la politica monetaria esercita un impatto differente su imprese di dimensioni diverse, con implicazioni per lo stesso meccanismo di trasmissione. Al riguardo, l'esistenza di eventuali disparità nell'accesso al finanziamento

20) In questa analisi, la redditività è calcolata utilizzando gli utili al lordo di interessi, tasse, imposte e ammortamenti, al fine di evitare che il rapporto risenta degli elevati pagamenti per interessi associati con un forte indebitamento.

21) Tale andamento è osservabile anche per l'intero settore delle imprese non finanziarie britanniche (cfr. A. Benito e G. Vlieghe, "Stylised facts on UK corporate financial health: evidence from micro-data", *Financial Stability Review*, Bank of England, giugno 2000).

Tavola 2 Distribuzione di alcuni indicatori finanziari in base al rapporto fra debito e attività

Rapporto basso fra debito e attività (inferiore al 25° percentile)					Rapporto medio-basso fra debito e attività (tra il 25° e il 50° percentile)				
	Liquidità mediana	Redditività mediana	Onere del debito mediano	Rapporto tra debito e utili mediano		Liquidità mediana	Redditività mediana	Onere del debito mediano	Rapporto tra debito e utili mediano
1995	0,112	0,118	0,135	2,663	1995	0,076	0,125	0,199	4,667
2000	0,117	0,128	0,077	2,468	2000	0,084	0,131	0,120	4,643
2005	0,128	0,106	0,063	2,713	2005	0,084	0,107	0,105	5,333
Rapporto medio-alto fra debito e attività (tra il 50° e il 75° percentile)					Rapporto alto fra debito e attività (superiore al 75° percentile)				
	Liquidità mediana	Redditività mediana	Onere del debito mediano	Rapporto tra debito e utili mediano		Liquidità mediana	Redditività mediana	Onere del debito mediano	Rapporto tra debito e utili mediano
1995	0,058	0,109	0,294	6,908	1995	0,045	0,086	0,482	10,826
2000	0,061	0,108	0,196	7,300	2000	0,047	0,079	0,333	12,346
2005	0,058	0,089	0,178	8,538	2005	0,043	0,066	0,304	14,470

Fonti: Bureau van Dijk (base dati AMADEUS) ed elaborazioni della BCE.

fra piccole e medie imprese da un lato e grandi aziende dall'altro è stata ampiamente discussa. Le indicazioni tratte da varie indagini condotte a livello europeo per conto della Commissione europea mostrano che alcune PMI dell'area dell'euro potrebbero effettivamente essere soggette a vincoli finanziari (ossia non hanno accesso a finanziamenti pur trovandosi nella necessità di prendere a prestito dei fondi), mentre la grande maggioranza delle PMI gode di un accesso adeguato al finanziamento. Nel contempo, anche la percezione dell'esistenza di vincoli finanziari varia da paese a paese. In alcuni paesi, le indagini indicano l'esistenza di taluni vincoli per le imprese di piccole dimensioni, ma i risultati non sono omogenei fra un paese e l'altro e risulta arduo effettuare un confronto. Inoltre, la misurazione dei vincoli finanziari potrebbe risultare distorta dall'esistenza di sussidi per le imprese di piccole dimensioni, così come è possibile che tali imprese trovino soluzioni per aggirare i vincoli cui sono sottoposte.

Vari studi hanno descritto le differenze fra i modelli di finanziamento delle PMI e delle grandi aziende. L'analisi contenuta in questo articolo indica che alcune di queste differenze sono dovute a fattori quali l'eterogeneità della composizione settoriale e delle concentrazioni relative nei diversi paesi. I fattori istituzionali all'origine delle disparità fra paesi non sono stati analizzati in questo articolo, ma potrebbero avere notevole rilevanza nell'ottica della politica economica. Tuttavia, per alcuni aspetti vi sono differenze nei modelli di finanziamento fra diverse categorie dimensionali, e quindi persino all'interno di un determinato settore e di un determinato paese. È il caso della quota di attività finanziarie sulle attività totali (positivamente correlata alle dimensioni dell'impresa), del grado di liquidità, del ricorso ai prestiti bancari e del rapporto fra debito e *cash flow* (tutti negativamente correlati alla dimensione). Per quanto riguarda il grado di liquidità, i risultati sono particolarmente robusti. Poiché questa variabile è spesso considerata indicativa dell'esistenza di vincoli finanziari, l'analisi farebbe ritenere che potrebbero esservi differenze fra una categoria dimensionale e l'altra in termini di accesso al

finanziamento. Anche per quanto riguarda i prestiti bancari, l'analisi evidenzia l'esistenza di ampie disparità fra paesi nell'importanza che tali prestiti hanno per le PMI (in particolare per le piccole imprese), mentre fra le grandi aziende le differenze sono minori. Di conseguenza, l'elevata variabilità del peso dei prestiti per le PMI riflette probabilmente divergenze di natura istituzionale²²⁾.

Queste conclusioni presentano alcune limitazioni dovute alle caratteristiche della base dati utilizzata, come ad esempio la presenza di un *bias* di selezione per cui le piccole imprese considerate tendono a essere quelle in condizioni finanziarie migliori.

L'analisi condotta in base ai dati a livello di impresa mostra che non esistono ampie differenze nella dispersione complessiva delle condizioni finanziarie fra categorie dimensionali. Tuttavia, nel caso delle PMI la dispersione è aumentata, mentre lo stesso non può dirsi per le grandi imprese. Un'analisi più dettagliata della distribuzione evidenzia un deterioramento nella posizione finanziaria delle PMI in condizioni finanziarie più fragili, deterioramento che non è osservabile altrettanto chiaramente nel caso delle grandi aziende in condizioni analoghe. L'analisi rivela inoltre l'esistenza di un legame fra i valori degli indicatori finanziari che segnalano una posizione finanziaria debole, dal momento che le società più indebitate presentano anche i valori mediani più bassi degli indici di liquidità e di redditività. Ciò fa ritenere che sia auspicabile integrare gli indicatori macroeconomici con dati a livello microeconomico, poiché la fragilità di certe imprese non è necessariamente compensata dalla solidità di altre, e la posizione finanziaria – sia essa robusta o debole – di un'impresa potrebbe esercitare un influsso asimmetrico non lineare sulle sue decisioni di natura reale²³⁾.

22) Cfr. il riquadro 2 in *Corporate finance in the euro area*, BCE, maggio 2007.

23) Cfr. il riquadro 4 in *Corporate finance in the euro area*, BCE, maggio 2007.



I LEVERAGED BUYOUT E LA STABILITÀ FINANZIARIA

Dal 2004 l'attività nel segmento delle acquisizioni con elevata leva finanziaria (leveraged buyout, LBO) del mercato del private equity dell'UE ha registrato una considerevole espansione, con i valori delle transazioni che hanno raggiunto nel 2006 livelli analoghi a quelli osservati negli Stati Uniti, un mercato tradizionalmente più rilevante. Anche la portata delle singole operazioni è significativamente aumentata e, nel contempo, la leva finanziaria implicata nelle transazioni è cresciuta in misura considerevole. Il presente articolo analizza i principi concettuali e le caratteristiche delle transazioni di LBO, elementi importanti per comprendere il funzionamento del relativo mercato. Sulla base dei risultati di una recente indagine condotta dal Comitato per la vigilanza bancaria (Banking Supervision Committee, BSC) del SEBC, esso poi analizza e valuta i rischi principali che insorgono per le banche per effetto del loro coinvolgimento nelle transazioni di LBO. Esso passa altresì in rassegna i rischi associati ai prestiti sindacati e ai meccanismi di trasferimento del rischio di credito (Credit Risk Transfer, CRT), su cui fanno affidamento le banche per distribuire ad altri investitori le esposizioni verso gli LBO in modo da ridurre le proprie a livelli congrui, nonché ne vaglia il potenziale impatto sulla stabilità del sistema finanziario mondiale.

I INTRODUZIONE

I concetti di *leveraged buyout* e attività di *private equity* sono spesso usati come sinonimi, il che è in qualche misura inappropriato in quanto il mercato degli LBO è un segmento di quello del *private equity*. Né è corretto affermare che il mercato del *private equity* fornisca capitali (a medio e a lungo termine) alle sole società non quotate su un mercato azionario (*public equity market*). I fondi di *private equity* sono in genere dedicati all'acquisizione di società allo scopo di migliorarne l'efficienza operativa e la struttura finanziaria. Benché inizialmente la grande maggioranza delle società obiettivo non fosse quotata in mercati azionari, dal 2005 sono diventati sempre più comuni gli investimenti in società quotate che vengono successivamente tolte dal listino (transazioni *public-to-private*).

Il mercato del *private equity* comprende diversi tipi di finanziamento fra cui si possono annoverare il finanziamento dell'avvio di nuove società, il sostegno alla crescita di società esistenti e l'aumento del potenziale operativo di società ben avviate e/o con risultati insoddisfacenti. In termini generali, i fondi di *private equity* possono essere classificati, in base alle condizioni delle società in cui investono, come fondi di *venture capital*, fondi per acquisizione in blocco (*buyout funds*) o fondi specializzati in società in dissesto finanziario (*distressed funds*). Nel 2006 oltre l'80 per cento dei ca-

pitali raccolti dai fondi di *private equity* sono stati dedicati a LBO¹⁾. Analogamente, secondo i dati preliminari compilati dalla European Private equity and Venture Capital Association (EVCA), nel 2006 sono stati destinati ai *buyout* 71 miliardi di euro su 90 miliardi raccolti complessivamente dai fondi europei di *private equity*. In una prospettiva di stabilità finanziaria, la decisione di concentrare la supervisione sul segmento degli LBO del mercato del *private equity* non deriva unicamente dalla sua entità ma anche dal livello significativo di coinvolgimento delle banche nel finanziamento degli LBO. Di contro, il coinvolgimento del settore bancario nel fornire *venture capital* e nel finanziare società in dissesto finanziario tende a essere più limitato in virtù del fatto che queste imprese comportano in genere un livello di rischio più elevato.

Il presente articolo fornisce una panoramica generale del mercato degli LBO nell'UE e una valutazione dei rischi ai quali l'attività di LBO può esporre il sistema bancario (soprattutto attraverso esposizioni dirette) e il sistema finanziario nel suo complesso (attraverso rischi di mercato). La sezione 2 presenta le caratteristiche dell'attività di LBO; la sezione 3 analizza i rischi diretti per il settore bancario basandosi su un'indagine condotta dal BSC sull'esposizione

1) Dati riportati in Standard & Poor's, *European Leveraged Buyout Review*, quarto trimestre del 2006.

nel 2006 delle banche all'attività di LBO nell'UE²⁾. La sezione 4 analizza i rischi di mercato generati dalle transazioni di LBO che possono indirettamente interessare le banche e altri operatori di mercato. Nella sezione 5 sono riportati i recenti andamenti nel mercato statunitense dei mutui ipotecari ad elevata rischiosità (*sub-prime mortgage*) e si individuano alcuni parallelismi fra le caratteristiche di questo mercato e quelle del mercato dei prestiti a elevata leva finanziaria (*leveraged loan market*), che allo stato attuale è un *driver* importante dell'attività di LBO. La sezione 6 contiene le conclusioni.

2 IL MERCATO DEI LEVERAGED BUYOUT

Dal 2003 una robusta crescita economica combinata a un'inflazione contenuta hanno garantito condizioni particolarmente favorevoli sui mercati finanziari mondiali, caratterizzati da bassi tassi di interesse e modesta volatilità. Tale contesto ha incoraggiato la ricerca di profili di rischio-rendimento più aggressivi fra i vari operatori di mercato. Ha altresì offerto consistenti opportunità di indebitamento per il settore societario, cui sono stati offerti più elevati livelli di leva finanziaria, a basso costo e in termini piuttosto favorevoli. Nel 2006 le transazioni di LBO promosse dal *private equity* hanno registrato a livello mondiale un importo circa doppio rispetto a quello del 2005, raggiungendo oltre i 650 miliardi di dollari statunitensi. Il volume complessivo di LBO promossi dal *private equity* ha rappresentato più del 17 per cento del mercato mondiale di fusioni e acquisizioni, a fronte di una quota pari a solo il 3 per cento nel 2000³⁾. A differenza delle operazioni degli *hedge fund* (anch'esse spesso comportano transazioni di LBO), presenti prevalentemente negli Stati Uniti, l'attività di LBO mondiale si suddivide quasi equamente fra i mercati statunitensi e dell'UE in termini di volumi di transazioni. Nel 2006 il volume delle transazioni di LBO nell'UE (pari a 225 miliardi di dollari circa) è equivalso a quello degli Stati Uniti, per il crescente interesse degli investitori nel mercato inutilizzato dell'UE⁴⁾.

Le strutture patrimoniali coinvolte nel finanziamento delle transazioni di *private equity*

possono comprendere sia l'indebitamento sia il capitale di rischio. Il credito è solitamente offerto dalle banche, mentre il capitale di rischio è fornito dai fondi di *private equity* che raccolgono i capitali attraverso, ad esempio, fondi di fondi, fondi pensione o fondi di investimento. Il capitale è raccolto su mercati privati anziché su quelli aperti al pubblico, di qui la denominazione di "*private equity*".

In termini generali, un LBO (a differenza di una fusione o acquisizione societaria tradizionale) può essere definito come un'operazione che comprende l'acquisizione, amichevole od ostile, di una società in cui è utilizzato un ammontare significativo di debito (obbligazioni o prestiti) per far fronte al costo dell'acquisizione. Oltre alle attività del fondo di *private equity* acquirente che ha promosso l'azione, come garanzia per questi prestiti sono in genere utilizzate le attività della società obiettivo. Gli obiettivi ideali degli LBO sono aziende che generano flussi di cassa elevati e costanti e che hanno attività facilmente utilizzabili come collaterale⁵⁾. Il debito solitamente è iscritto nel bilancio della società obiettivo e l'effettiva disponibilità di cassa (*free cash flows*) della società obiettivo è usata per il rimborso del debito. Nel complesso, gli LBO consentono ai fondi promotori di *private equity* di effettuare considerevoli acquisizioni senza dover impegnare un importo considerevole del capitale proprio.

Il finanziamento di un progetto di LBO comprende tendenzialmente le seguenti fasi. In primo luogo, i *general partner*, che sono i gestori del fondo di LBO (o promotori), investono i propri capitali in un fondo di *private equity* e raccolgono capitale di rischio attraverso investitori istituzionali o *limited partner*. I *general partner*

2) Cfr. BCE, *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*, aprile 2007.

3) Informazioni provenienti da *Marketview Research*.

4) Cfr. Standard & Poor's, *Leveraged Commentary & Data*, 2006.

5) Le transazioni recenti hanno coinvolto in misura crescente società obiettivo prive di questa caratteristica (a seguito dell'accresciuta concorrenza relativa agli obiettivi di LBO), spesso dando luogo a un livello di rischio più elevato per l'operazione complessiva di LBO.

possono anche investire i fondi in attività alternative nella fase della ricerca di società obiettivo, ma essi devono essere investiti in genere entro un determinato periodo. I *general partner* (che possono anche avere una responsabilità illimitata ai fini degli obblighi della *partnership*) contribuiscono solitamente con il 3-5 per cento al capitale di rischio del fondo, mentre i *limited partner* (che non possono perdere più dell'importo investito nel fondo) si impegnano a fornire la maggior parte del capitale di rischio (fra il 95 e il 97 per cento). I *general partner*, o gestori del fondo, sono responsabili sia di effettuare gli investimenti sia di partecipare nella gestione delle società obiettivo; sono spesso un gruppo di esperti complementari per formazione, ivi compresi esperti tecnici del settore di attività della società obiettivo e specialisti finanziari. I *limited partner* sono in genere investitori istituzionali come fondi pensione, fondi di investimento, *hedge fund*, compagnie di assicurazioni, fondazioni, persone fisiche con elevata ricchezza netta e, in misura minore, banche. Una volta individuate le società obiettivo, si raccolgono i finanziamenti mediante ricorso al credito, in genere presso le banche, che successivamente distribuiscono le proprie esposizioni creditizie alla più ampia comunità di investitori.

I fondi di *private equity* sono raccolti generalmente con un orizzonte atteso di circa dieci anni e sono investiti in numerose società obiettivo (che sono così acquisite). I *general partner* tendono a investire il capitale impegnato nel fondo nei primi cinque anni di vita del fondo stesso, in modo da lasciare sufficiente tempo per migliorare la *performance* di ciascuna delle società acquisite e organizzarne la cessione. L'aspettativa di successo di un potenziale progetto di LBO dipende dalla capacità della società obiettivo di generare flussi di cassa futuri. Anche la strategia di uscita è una determinante importante dell'eventuale successo di un investimento di LBO, dato il ruolo critico che essa svolge nel determinare il rendimento finale dei fondi investiti. Le uscite più comuni dalle operazioni di LBO sono la cessione ad altri fondi di *private equity*, la quotazione su un mercato (IPO) – attraverso cui la società obiettivo è immessa sul

mercato della borsa valori –, la vendita a società intenzionate ad acquisire la società obiettivo o la ricapitalizzazione. Dopo l'uscita, i proventi dell'operazione sono distribuiti fra i *general* e i *limited partner*.

Quanto ai fornitori di debito nelle transazioni di LBO, è importante notare che il rapporto fra debito e capitale di rischio ha mostrato la tendenza ad aumentare negli ultimi tre anni, contribuendo così all'accresciuta leva finanziaria delle transazioni. Nelle operazioni europee di elevate dimensioni, il capitale di rischio ha spesso rappresentato solo il 20 per cento circa della struttura patrimoniale delle transazioni di LBO concluse nel 2006⁶⁾. I rendimenti attesi per i titolari del credito dipendono dalla rispettiva posizione nella struttura di privilegi nel rimborso del debito (*seniority*). La struttura delle passività di un'operazione di LBO può essere suddivisa in debito *senior* e debito subordinato, dove ciascuna categoria generalmente comprende numerosi strumenti diversi. Il debito *senior* comprende prestiti *senior*, che consistono in linee di credito (*revolving facility*), prestiti a termine di categoria A, B, e C, e *bridge loan*; il debito subordinato è spesso costituito da prestiti *second-lien*, mezzanini, obbligazioni a elevato rendimento e prestiti *payment-in-kind* (PIK), di cui questi ultimi contemplano elementi con caratteristiche analoghe al capitale di rischio⁷⁾. Una caratteristica comune delle attuali strutture di debito sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro sembrerebbe la quota crescente di finanziamento degli LBO sotto forma di prestiti a elevata leva finanziaria (*leveraged loans*), che in genere comprendono le *tranche* B e C dei prestiti *senior*, di solito con struttura priva di piani di ammortamento (*non-amortising*)⁸⁾, nonché il debito *second-lien* e quello mezzanino. A loro volta, le banche solitamente vendono prestiti ad elevata leva finanziaria ad altre banche e investitori istituzionali.

6) Cfr. BCE, "Accounting for rising leveraged buyout activity", *Financial Stability Review*, giugno 2007.

7) Per una descrizione più dettagliata di questi strumenti di debito cfr. BCE, op. cit., aprile 2007.

8) Un prestito *non-amortising* (o *bullet*) è un prestito con pagamento *una tantum* di capitale e interessi alla scadenza.

3 RISCHI PER LE BANCHE DERIVANTI DALL'ESPOSIZIONE DIRETTA AL MERCATO DEGLI LBO

La rapida crescita degli LBO promossi da fondi di *private equity* in atto dal 2004 ha attirato un'attenzione notevole da parte degli osservatori del mercato, delle banche centrali e delle autorità responsabili della regolamentazione prudenziale, soprattutto in ragione del ruolo importante che svolgono le banche quali fornitori di credito nelle transazioni di LBO. Il fatto che la leva finanziaria nelle transazioni di LBO sia costantemente aumentata negli ultimi anni ha alimentato ulteriormente l'interesse nel coinvolgimento delle banche in queste operazioni.

In aprile la BCE ha pubblicato un rapporto, elaborato dal Comitato per la vigilanza bancaria, sull'esposizione delle grandi banche all'attività di LBO nell'UE, basato su un'indagine che comprendeva 41 banche⁹⁾. L'indagine è stata condotta nel giugno 2006 e ha presentato la situazione in due momenti diversi, ovvero nel giugno 2005 e nel giugno 2006. Delle 41 banche interpellate, 30 avevano sede nell'UE¹⁰⁾, mentre 11 erano banche a livello internazionale (di Stati Uniti, Svizzera e Giappone) attive nel mercato degli LBO dell'UE attraverso consociate nel Regno Unito. Fra i rischi compresi nelle transazioni di LBO, le banche partecipanti all'indagine hanno messo in evidenza l'intensa concorrenza nei livelli di leva finanziaria offerta ai promotori di *private equity* per il finanziamento di *buyout*, nonché la concorrenza dei prezzi e dell'estensione delle clausole contrattuali¹¹⁾ studiate per tutelare i creditori da variazioni della capacità di rimborso dei prenditori¹²⁾.

In termini generali, le banche possono essere esposte al mercato degli LBO attraverso tre canali principali, cioè le esposizioni creditizie derivanti dal finanziamento o dalla sottoscrizione di transazioni di LBO, i proventi diversi dagli interessi generati dall'organizzazione di operazioni di LBO (ad es. commissioni a compenso delle attività di consulenza e della predisposizione di pacchetti di finanziamento) nonché le esposizioni connesse a capitale di rischio e derivanti dall'investimento in capitale di rischio per proprio conto in fondi

di LBO o altri fondi che partecipano a LBO¹³⁾. Le esposizioni delle banche attraverso ciascuno di questi canali dipendono in larga misura dai rispettivi modelli operativi quali fornitori di finanziamenti a elevata leva finanziaria. Si possono individuare due approcci distinti: (1) il modello di "portafoglio" in cui i prestatori forniscono finanziamenti e intendono mantenere una quota significativa del debito sui propri libri contabili, guadagnando così sia i proventi da commissioni sia da interessi per il fatto di detenere queste posizioni; e (2) il modello di ricambio di capitale (*capital turnover*) o di "generazione e distribuzione" secondo cui gli erogatori di finanziamenti a elevata leva finanziaria spesso organizzano le transazioni e mirano a ridurre le proprie esposizioni in un breve periodo una volta completata la transazione. Le istituzioni che adottano quest'ultimo modello operativo si concentrano sui proventi da commissioni piuttosto che su quelli da interessi ed eliminano le esposizioni attraverso il mercato dei prestiti a elevata leva finanziaria (ad es. prestiti sindacati) o utilizzando i derivati creditizi. In realtà le banche potrebbero non seguire scrupolosamente l'uno o l'altro modello combinando caratteristiche di entrambi, come nel caso di numerose banche partecipanti all'indagine.

L'indagine ha confermato che le dimensioni medie delle transazioni di LBO erano notevolmente aumentate nei dodici mesi fino a giugno 2006.

9) Cfr. BCE, op. cit., aprile 2007.

10) I paesi dell'UE coinvolti erano Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Svezia e Regno Unito.

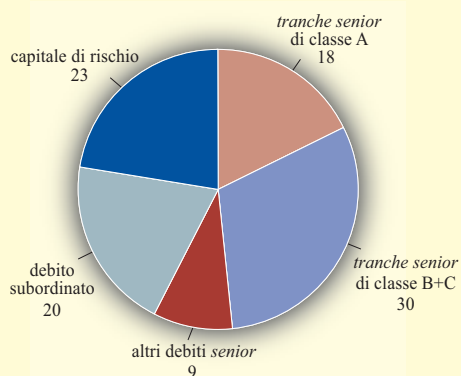
11) Le clausole contrattuali sono accordi che impongono restrizioni al comportamento del debitore, spesso sulla base di indicatori specifici, in modo da limitarne la possibilità di incrementare il rischio di credito oltre predeterminati parametri; l'inosservanza della clausola contrattuale può consentire al prestatore di revocare il prestito.

12) In termini storici, i prestiti erano soggetti a clausole di mantenimento (clausole sottoposte a costante verifica), mentre le obbligazioni erano soggette a clausole di evenienza (clausole sottoposte a verifica solo all'occorrenza di un evento). Più di recente, i prestiti sono stati sempre più concessi con clausole di evenienza del genere obbligatorio, o con caratteristiche di "clausole ridotte", secondo cui i prestiti sono soggetti a clausole di evenienza, anziché di mantenimento.

13) Un altro canale (di natura più macroeconomica) riguarda la possibilità che le transazioni di LBO possano incrementare la leva finanziaria delle società obiettivo con prestiti in essere da svariate banche. La transazione di LBO potrebbe incrementare i rapporti di leva finanziaria oltre i livelli ottimali per tali banche.

Figura 1 Struttura del capitale delle transazioni di LBO nel giugno 2006

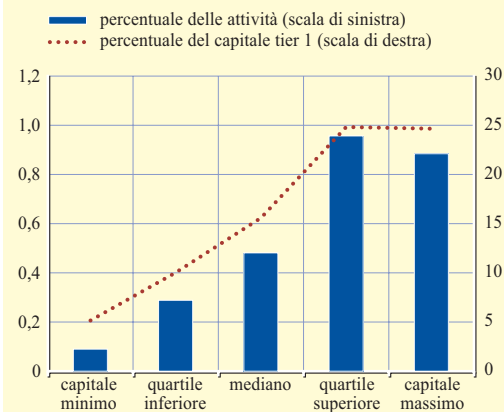
(quote percentuali)



Fonte: Comitato per la vigilanza bancaria.

Nota: in base alle cinque maggiori transazioni di LBO indicate da ciascuna banca interpellata nei dodici mesi fino a giugno 2006. La *tranche A* è il tipo più sicuro di debito *senior* e in genere ha un piano di ammortamento fisso; la *tranche B*, invece, comprende un debito *senior* di secondo grado di norma strutturato in modo *non-amortising*; la *tranche* di tipo C copre il debito *senior* di grado più basso, anch'esso con struttura *non-amortising*.

Figura 2 Esposizione verso l'attività di LBO delle banche dell'UE nel giugno 2006



Fonte: Comitato per la vigilanza bancaria.

Nota: in base all'esposizione totale netta delle banche dell'UE.

Quasi il 60 per cento del *capital turnover* rispetto al credito di LBO delle banche nel giugno 2006 riguardava importanti operazioni di oltre 1 miliardo di euro. Il debito *senior* (ovvero il debito che viene rimborsato in via prioritaria rispetto ad altri titoli obbligazionari) è stato di gran lunga l'elemento più importante nella struttura patrimoniale delle transazioni (rappresentandone quasi il 60 per cento; cfr. figura 1), mentre le *tranche senior non-amortising* di tipo B e C hanno rappresentato il 30 per cento del capitale complessivo.

Benché ancora parte del debito garantito, le *tranche dei prestiti non-amortising*, generalmente rimborsati interamente alla scadenza, implicano necessariamente un rischio di credito superiore per i prestatori e rendono le esposizioni sensibili ai risultati macrofinanziari per diversi anni. Contestualmente a pacchetti ridotti di clausole contrattuali, il fatto che, nel caso di questo tipo di struttura del prestito, l'onere per il servizio del debito delle società obiettivo possa ridursi significativamente nei primi anni può anche ritardare l'individuazione di problemi finanziari negli LBO. Inoltre, gli indicatori della leva finanziaria, come il rapporto del credito rispetto al capitale di ri-

schio, il rapporto fra il debito e l'utile al lordo di interessi passivi, imposte e ammortamenti e il rapporto fra il prezzo della transazione e l'utile appena indicato, sono aumentati nell'intera gamma da giugno 2005 a giugno 2006. Inoltre, non vi sono stati segnali successivi di flessione nel 2007¹⁴⁾.

Quanto alle esposizioni creditizie dirette delle banche, l'indagine ha tuttavia rivelato che il debito riconducibile a LBO mantenuto in bilancio ha rappresentato una proporzione relativamente modesta delle attività totali o dei fondi propri delle banche. Pertanto, l'argomentazione che queste esposizioni potrebbero porre rischi al sistema bancario o finanziario non trova conferma nei risultati dell'indagine. Per i tre quarti delle banche dell'UE partecipanti all'indagine, le esposizioni riconducibili a LBO rappresentavano meno dell'1 per cento dell'entità totale del bilancio e il valore mediano del debito di LBO in rapporto alle attività *tier 1* era pari al 15 per cento, toccando in pochi casi il 25 per cento (cfr. figura 2). Vi sono anche

14) Cfr. Standard & Poor's, *Leveraged Commentary & Data*, LCD EuroStats, maggio 2007.

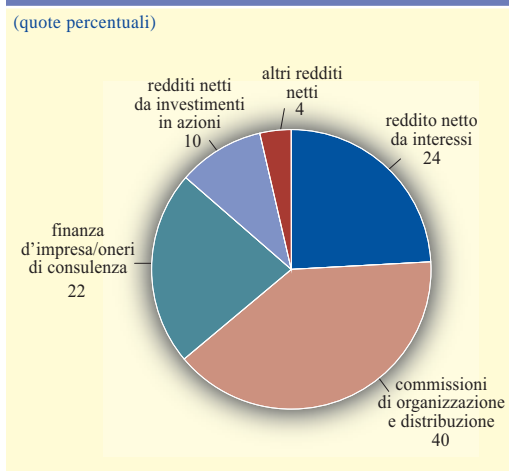
state indicazioni che le esposizioni sono concentrate prevalentemente sulle cinque maggiori operazioni delle banche. Per le banche con approccio di “*capital turnover*”, in particolare, il valore mediano delle esposizioni alle cinque transazioni più importanti in rapporto al portafoglio di LBO era appena inferiore al 60 per cento.

Stando ai risultati dell’indagine, gli investimenti azionari da parte delle banche in transazioni di LBO sono risultati alquanto contenuti. Le esposizioni azionarie possono derivare da investimenti azionari in fondi di LBO o da altri fondi esposti all’attività di LBO, oppure da investimenti condivisi nella quota azionaria delle transazioni di LBO ¹⁵⁾.

Quanto alle esposizioni connesse con i compensi delle banche alle transazioni di LBO, l’indagine ha indicato che molte banche ottengono proventi significativi dalle commissioni su attività connesse agli LBO. Le banche con approccio di “*capital turnover*”, in particolare, hanno confermato la loro attenzione a proventi diversi dagli interessi, affermando che ricavano il 40 per cento dei proventi complessivi per LBO da commissioni di predisposizione e distribuzione nonché oltre il 20 per cento da oneri di consulenza (cfr. figura 3). Anche una parziale dipendenza da introiti non provenienti da interessi e connessi agli LBO suggerisce che un rallentamento del mercato potrebbe avere un impatto negativo sui flussi di reddito di queste istituzioni. Tuttavia, sembra improbabile che uno scenario avverso per i compensi sia di per sé sufficiente a generare effetti sistemici dal momento che i proventi generati dalle transazioni di LBO hanno rappresentato una frazione solo modesta dei proventi complessivi ¹⁶⁾.

Le banche interpellate hanno indicato che la *due diligence*, l’analisi del credito e la capacità di organizzare prestiti sindacati e di distribuire il rischio del credito sono elementi essenziali nella valutazione dei rischi associati all’erogazione di prestiti per LBO. Le banche che hanno organizzato i prestiti sindacati hanno in genere osservato la *due diligence*, mentre le banche che ne hanno preso parte si sono spesso affidate in larga misura alla *due diligence* esterna. Tuttavia,

Figura 3 Struttura del reddito netto delle banche con approccio di “*capital turnover*” nel giugno 2006



Fonte: Comitato per la vigilanza bancaria.
Nota: le banche con approccio di “*capital turnover*” rappresentavano un quarto di tutte le banche interpellate.

le banche hanno considerato essenziale condurre la propria analisi del credito, allo scopo di determinare sia il livello di indebitamento cui potevano far fronte le società obiettivo in scenari avversi sia la capacità della banca di ridurre le esposizioni a livelli congrui.

Secondo la percezione delle banche, la loro capacità di trasferire le esposizioni creditizie acquisite dipende in larga misura dal clima di fiducia del mercato in relazione al debito degli LBO, che potrebbe significativamente peggiorare nel caso di un evento creditizio avverso o di un’inadempienza anticipata di una società obiettivo. La più importante fonte di rischio per le banche identificata dall’indagine ha riguardato il rischio di “stoccaggio” o sottoscrizione qualora il mercato degli

15) Tuttavia, i risultati dell’indagine possono aver sottovalutato l’erogazione di capitale di rischio da parte delle banche per transazioni di LBO dal momento che le attività di queste strutture separate potrebbero non essere state consolidate nelle risposte delle banche, soprattutto nel caso delle consociate di banche non appartenenti all’UE. Le consistenze totali delle esposizioni azionarie nel giugno 2006 ammontavano a 12 miliardi di euro, a fronte delle consistenze di esposizioni creditizie pari a 100 miliardi di euro.

16) Ancorché la dispersione fosse significativa fra le banche, nel giugno 2006 i proventi da LBO rappresentavano più del 5 per cento dei proventi complessivi solo per un quarto delle banche dell’UE partecipanti all’indagine.

LBO dovesse subire un rallentamento marcato e inatteso. Il rischio deriva da ampie concentrazioni di credito per LBO cui le banche sottoscrittrici, soprattutto quelle più vicine all'approccio di "capital turnover", sono esposte dal giorno in cui si impegnano a finanziare la transazione di LBO fino al suo completamento, nonché per tutto il processo di distribuzione del credito al mercato. L'indagine ha rivelato che, in media, il periodo di tempo dall'impegno di una banca a fornire i fondi fino alla finalizzazione della transazione (ovvero l'esecuzione del trasferimento della liquidità) era di 60 giorni. Una volta finalizzata la transazione, il credito relativo all'LBO può essere collocato nel mercato. Tuttavia, l'indagine ha rivelato che anche l'arco temporale per distribuire le esposizioni creditizie al mercato tende a essere piuttosto lungo. I risultati dell'indagine hanno mostrato altresì variazioni significative nella velocità con cui le banche riuscivano a distribuire ulteriormente le proprie esposizioni, anche in questo caso di riflesso soprattutto ai rispettivi modelli operativi (cfr. figura 4).

La figura 4 mostra che i profili di distribuzione del debito per l'attività di LBO delle banche non seguono rigorosamente l'andamento atteso per i modelli "portafoglio" o "capital turnover" dal

momento che, in media, tutte le banche eliminano le esposizioni creditizie per LBO. Le banche con approccio di "capital turnover" distribuiscono mediamente il 50 per cento delle esposizioni entro cinque giorni dalla finalizzazione di una transazione, il che può essere considerato alquanto efficiente. Tuttavia, se l'obiettivo deve essere quello di distribuire le esposizioni nella loro totalità, il processo potrebbe impiegare più di quattro mesi. Aggiungendo il tempo di esecuzione degli LBO, questo comporta, in media, un periodo di circa metà anno, con uno scarto temporale ancora maggiore per le banche che seguono modelli operativi alternativi.

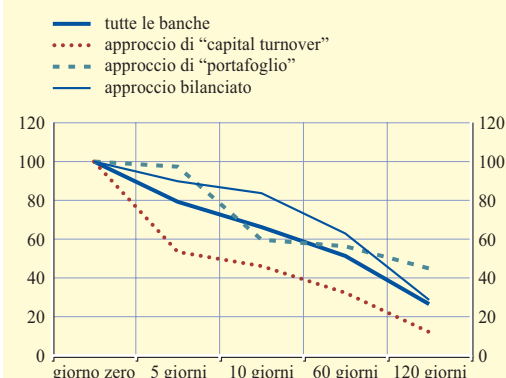
4 RISCHI INDIRETTI: IL RICORSO AL TRASFERIMENTO DEL RISCHIO DI CREDITO PER L'ATTIVITÀ DI LBO

Benché sia evidente dai risultati dell'indagine del BSC che le esposizioni dirette al rischio che interessano le grandi banche per le transazioni di LBO nell'UE siano limitate, sussistono motivi importanti per cui occorre una certa cautela nel trarre queste conclusioni. Essi sono connessi principalmente al ruolo svolto dai mercati per il CTR che sostengono i meccanismi di copertura e distribuzione del credito utilizzati dalle banche per limitare le esposizioni al relativo rischio. Di fatto, si può argomentare che la maggior parte delle banche (sia quelle con approccio di "portafoglio" sia, in particolare, quelle con approccio di "capital turnover") attive nel finanziamento mediante ricorso al credito di importanti transazioni di LBO non parteciperebbe a tali transazioni in assenza di un mercato ben funzionante che consenta loro di eliminare le esposizioni al rischio di credito.

Tuttavia, anche dopo il riuscito completamento dell'operazione, i meccanismi di CRT utilizzati per facilitare la distribuzione e copertura del debito possono far insorgere vari rischi. Questi possono essere classificati sostanzialmente in tre diverse categorie, ancorché si possano identificare anche rischi aggiuntivi. In primo luogo, i rischi connessi alle controparti insorgono dalla possibilità che la parte che assume l'esposizio-

Figura 4 Riduzione delle esposizioni nel tempo, per modello operativo, nel giugno 2006

(quote percentuali)



Fonte: Comitato per la vigilanza bancaria.

Nota: in base alle cinque maggiori transazioni di LBO indicate da ciascuna banca interpellata nei dodici mesi fino al giugno 2006. Un numero significativo di banche del campione ha classificato il proprio come un approccio bilanciato che combina caratteristiche degli approcci di "portafoglio" e di "capital turnover".

ne al rischio di credito della banca non riesca, per un motivo qualsiasi, a ottemperare agli obblighi contrattuali. In secondo luogo, possono concretizzarsi rischi operativi se il mercato dei derivati del credito non riesce a funzionare in maniera adeguata in determinate condizioni di mercato. Infine, possono insorgere rischi di natura giuridica dopo il fallimento di un'impresa di LBO se le varie parti che avevano acquisito le esposizioni al progetto di LBO nel mercato CRT hanno obiettivi molto diversi e incentivi a perseguire un processo di risoluzione delle crisi di solvibilità (o ristrutturazione). Questi rischi sono approfonditi di seguito.

Quanto ai rischi connessi alle controparti, nel contesto del finanziamento delle transazioni di LBO le controparti immediate per le banche sono il fondo di *private equity* e la società obiettivo. Una volta che gli accordi contrattuali per la transazione della sottoscrizione del debito sono stati completati, tuttavia, le banche iniziano a eliminare le esposizioni per prestiti sul mercato secondario utilizzando canali di CRT. In questo processo, il numero e la varietà delle controparti aumentano considerevolmente: fra le parti acquirenti delle esposizioni creditizie per LBO si possono contemplare altre banche, compagnie di assicurazioni, fondi pensione, investitori di portafoglio crediti e *hedge fund*.

Le varie controparti dei mercati secondari per il credito sono in genere interessate ad acquistare diverse tipologie di prestiti, a seconda dei profili specifici di rischio-rendimento. Pertanto, gli investitori con spiccate strategie di *buy-and-hold* e/o limiti per il livello di rischio che possono assumere (ad es. banche, fondi pensione e compagnie di assicurazioni) spesso investono nei segmenti dei prestiti più *senior* (i meno rischiosi). D'altro canto, gli investitori che cercano di massimizzare i rendimenti sugli investimenti, come gli *hedge fund* e i gestori di grandi portafogli crediti, potrebbero preferire le *tranche* più subordinate del prestito. Va notato, tuttavia, che il mercato dell'UE per i prestiti di LBO si sta evolvendo rapidamente e che è sempre più difficile classificare la domanda degli investitori secondo i profili di rischio-rendimento "tradizionali".

Nel caso in cui si concretizzino rischi connessi alle controparti, la banca sottoscrittente potrebbe trovarsi esposta a un rischio imprevisto. L'emergere di esposizioni a rischi inattesi potrebbe comportare una revisione degli utili attuali e passati della banca, potrebbe avere conseguenze avverse sulla redditività e sulla quotazione azionaria della stessa e potrebbe, in casi estremi, incidere sul patrimonio della banca. Per evitare scenari così avversi, le banche attive nel finanziamento di LBO dovrebbero accertarsi che le esposizioni creditizie che sono scaricate dal bilancio siano valutate in misura adeguata per riflettere possibili variazioni del contesto operativo dell'impresa di LBO per l'intera durata del prestito. Inoltre, dopo che le esposizioni al rischio di credito sono state sottoposte a copertura o vendite, rimane di importanza fondamentale un costante monitoraggio da parte delle banche delle attività e della solidità finanziaria sia dei prenditori sia delle controparti delle banche nel mercato secondario per il debito.

Quanto ai rischi operativi, dal momento che le tecniche di gestione dei rischi utilizzate dalle banche attive nel finanziamento di LBO sono caratterizzate da un ampio ricorso ai derivati sul credito, la robustezza dell'infrastruttura del mercato dei derivati diventa essenziale per assicurare il corretto funzionamento dei processi di copertura. La grande maggioranza di tutte le transazioni in derivati ha luogo in mercati *over-the-counter* (OTC) dove molti degli strumenti scambiati sono irrevocabili e non standardizzati¹⁷⁾. A fronte del contesto di un mercato incremento dei volumi di scambio negli anni recenti, sono stati evidenziati problemi dell'infrastruttura del mercato OTC che hanno contribuito ad moltiplicarsi della documentazione di supporto e a un accumulo di scambi non confermati. Tali distorsioni potrebbero creare strozzature nel sistema in situazioni in cui i volumi di scambio hanno un'inattesa impennata, come i casi

17) Ciò comporta, fra l'altro, che un contratto di derivati, una volta emesso, può essere annullato solo emettendo un contratto che assume una posizione opposta a quella espressa nella transazione originaria, moltiplicando così il numero di transazioni richieste nel mercato.

in cui diversi investitori desiderano riassorbire contemporaneamente le posizioni di copertura. In risposta a questi timori, le banche centrali, le autorità di vigilanza e gli operatori di mercato di importanti centri finanziari hanno assunto iniziative per evitare che si concretizzino tali rischi. Tuttavia, la rapida crescita e l'innovazione dei prodotti dei mercati dei derivati impongono il costante aggiornamento delle prassi in modo da garantire un regolare funzionamento del mercato in qualsiasi circostanza.

I rischi di natura giuridica costituiscono un rischio latente connesso alla condivisione delle esposizioni al rischio di credito derivanti dagli LBO, resa possibile dai meccanismi di CRT. Gli osservatori del mercato hanno segnalato che la risoluzione delle crisi di solvibilità dopo il fallimento di progetti di LBO potrebbe diventare sostanzialmente più complicata di quanto tenda a essere in un'erogazione di prestiti con rapporto tradizionale. Al contrario di quest'ultima, dove il creditore è una banca o un gruppo di banche con una lunga storia di finanziamento della società, le controparti nel processo di risoluzione dei crediti nel finanziamento di LBO possono essere istituzioni che hanno acquisito esposizioni nel mercato secondario e che possono avere preferenze, incentivi e orizzonti di investimento piuttosto diversi fra loro. Inoltre, nel caso delle transazioni di LBO che comportano elementi transfrontalieri, il fatto che il debitore e i vari creditori possano operare nel quadro di molteplici legislazioni fallimentari può ulteriormente complicare le procedure.

A titolo di esempio, si può immaginare, da un lato, un *hedge fund* che ha comprato la *tranche* meno *senior* (capitale di rischio) del pacchetto di finanziamento del debito dell'LBO e, di conseguenza, sarebbe la prima parte colpita dalle tensioni finanziarie della società obiettivo dell'LBO. Nel contempo, la natura spesso a breve termine della struttura di finanziamento potrebbe non consentirgli di sostenere perdite oltre il breve termine, suggerendo che potrebbe essere piuttosto propenso a spingere la società verso la liquidazione in una fase iniziale al fine di recuperare almeno una parte della perdita. Dall'altro lato, le banche e i fondi pensione sono in

genere investitori a lungo termine con bilanci e fonti di finanziamento stabili che comprano le *tranche* più *senior* e che potrebbero essere incentivati a consentire che la società ristrutturati il debito e continui l'operatività. Non è del tutto chiaro a priori come tali differenze verrebbero risolte in maniera ordinata in un contesto di mercato potenzialmente in rapida evoluzione.

5 RISCHI INSITI NEI MERCATI DEI TITOLI GARANTITI DA ATTIVITÀ DI LBO

Una determinante importante della domanda di prestiti generata dalle transazioni di LBO è stata l'innovazione finanziaria che raggruppa obbligazioni ad alto rendimento, spesso di scarsa qualità di credito, e fraziona il flusso di cassa in *tranche* con esposizione variabile al rischio di credito. Tali strumenti comprendono i titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*, ABS) e i titoli di debito obbligazionari garantiti (*collateralised debt obligations*, CDO). I CDO il cui insieme delle garanzie consiste in prestiti bancari, anziché titoli obbligazionari, sono chiamati prestiti obbligazionari garantiti (*collateralised loan obligations*, CLO). L'elevata domanda di tali prodotti negli anni recenti è stata in parte sospinta dai bassi rendimenti su molte attività finanziarie tradizionali come le obbligazioni. Le *tranche* più *senior* di CDO e CLO sono protette contro l'insolvenza da quelle meno *senior*, che assorbono le prime perdite di credito nel complesso delle attività. Di conseguenza, le *tranche* privilegiate possono conseguire *rating* molto elevati, nonostante il fatto che le attività sottostanti nell'insieme delle garanzie possano essere quotate al di sotto dell'*investment grade*. Di riflesso al grado di rischio di insolvenza relativo, le varie *tranche* producono un premio di rendimento oltre al tasso di mercato. Gli investitori di tali prodotti sono spesso compagnie di assicurazioni e fondi pensione propensi a trovare attività che soddisfino il loro profilo di rischio e forniscano, nondimeno, rendimenti sufficientemente superiori a quelli sui titoli di Stato a lungo termine. Tuttavia, molti osservatori di mercato hanno segnalato che gli elevati *rating* concessi per prodotti di credito strutturati non riescono a tener conto del fatto

che, in qualità di strumenti a elevata leva finanziaria, anche i CDO e i CLO sono soggetti a un rischio di mercato, talvolta significativo, e che potrebbero far fronte a problemi di illiquidità in condizioni di scambio meno favorevoli.

Negli Stati Uniti, le obbligazioni generate dalla cartolarizzazione dei cosiddetti mutui ipotecari ad alto rischio (*sub-prime mortgage*)^{18), 19)} sono state attività popolari da includere nell'insieme delle garanzie dei CDO. I prestiti originati nel quadro di transazioni di LBO (i cosiddetti prestiti a elevata leva finanziaria) sono attività popolari per il totale dei prestiti dei CLO. Entrambi i tipi di strumenti di debito hanno caratteristiche che forniscono, in apparenza, elementi costitutivi ideali per prodotti di credito strutturati. Le transazioni dei prestiti originali sono piuttosto "sicure" nel senso che i mutui ipotecari e i prestiti concessi alle società con flussi di cassa costanti (che sono spesso obiettivi di LBO) sono contratti a lungo termine che forniscono pagamenti di interessi costanti fino alla scadenza. Ciò è importante per i gestori di CDO/CLO dal momento che la sostituzione di obbligazioni e prestiti in sofferenza o in crisi di solvibilità è onerosa.

Nel corso del 2007 i mercati finanziari sono stati scossi dalle notizie che erano rapidamente aumentate le inadempienze per i mutui ipotecari di qualità non primaria concessi nel 2005 e nel 2006. I motivi alla base delle difficoltà di rimborso da parte dei prenditori sono stati principalmente prezzi delle abitazioni inferiori, pagamenti di interessi maggiori e ridotte possibilità di rifinanziamento. Dal momento che molte *tranche* di CDO non sono costantemente rapportate al mercato in ragione della illiquidità dovuta alla loro specificità, la determinazione dei prezzi di tali prodotti dipende da modelli complessi che spesso si basano su ipotesi restrittive (ovvero gli strumenti sono rapportati al modello). A seguito delle variazioni del contesto esterno che non sono state interamente considerate nei modelli di determinazione dei prezzi dei CDO, o che non sono state riflesse nelle brevi serie temporali dei dati storici utilizzati per calibrarli, gli assunti del modello sottostante il *rating*, la gestione del rischio e la determinazione dei prezzi per i prestiti di qualità non primaria

negli Stati Uniti sono venuti meno nel 2005 e nel 2006.

Il mercato mondiale dei prestiti a elevata leva finanziaria, ivi compreso un ampio segmento europeo, mostra alcune analogie con il mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria che potrebbero dar adito a timori per la stabilità finanziaria nel caso di una svolta avversa nel ciclo del credito. Gli elevati rapporti di leva finanziaria nei recenti *buyout* può essere paragonata a rapporti elevati fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie in mutui ipotecari di qualità non primaria. Inoltre, la pratica della ricapitalizzazione dei dividendi, per cui i partner dell'LBO possono beneficiare della crescente valutazione di mercato delle società obiettivo, è analoga al rifinanziamento dei mutui ipotecari, che è stato un fattore importante a sostegno del mercato di qualità non primaria negli anni in cui erano in aumento i prezzi per gli immobili residenziali statunitensi. Dal momento che la concorrenza fra banche è stata notevole per l'attività di sottoscrizione e consulenza nel mercato degli LBO, i criteri di erogazione dei prestiti possono essere peggiorati e potrebbero essere state adottate strutture più favorevoli ai prenditori, come i contratti di debito a "clausole ridotte". Ciò è analogo ai mutui ipotecari a soli interessi e ammortamento negativo applicati all'attività di erogazione di prestiti di qualità non primaria. Sebbene si possa argomentare che alcuni di questi tipi di prassi migliorino il grado di standardizzazione del mercato, consentendo l'introduzione di indici negoziabili e strumenti di co-

18) I mutui ipotecari di qualità non primaria sono prestiti per l'acquisto di abitazioni concessi a prenditori privi o quasi di precedenti crediti e sono solitamente caratterizzati da elevati rapporti fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie nonché da tassi di interesse variabili. L'istituzione che genera l'ipoteca vende successivamente i prestiti a banche di investimento, che li sottopongono a cartolarizzazione e vendono le obbligazioni in un mercato più ampio. I mutui ipotecari di qualità non primaria sono stati spesso concessi inizialmente a tassi di interesse "appetibili" che, dopo un determinato periodo di tempo, sono stati nuovamente fissati su livelli superiori.

19) Stando a Moody's, la quota media di attività di natura *sub-prime* sottostante all'insieme delle garanzie dei CDO è stata circa del 45 per cento nel 2006. Tuttavia, sussiste un'ampia gamma di CDO che sono scomposti in diverse categorie di rischio, con le meno rischiose che comprendono solo mutui ipotecari primari nel complesso delle garanzie, mentre altri potrebbero contenere fino all'80 per cento di prestiti di seconda qualità.

apertura come le operazioni di *loan credit default swap* (LCDS), essi potrebbero nel contempo consentire a società inefficienti di rimanere operative più a lungo di quanto sarebbe accaduto altrimenti senza dover dichiarare fallimento. Quando alla fine le società falliscono, i tassi di recupero per i creditori potrebbero essere peggiorati in maniera sostanziale.

Sussistono, senza dubbio, anche differenze importanti fra i due mercati: quella principale è che, a differenza dei prenditori nei mercati dei mutui ipotecari di qualità non primaria, quelli dei mercati dei prestiti a elevata leva finanziaria sono in genere più sofisticati in termini finanziari. Sono stati quindi in grado di favorire accordi che in molti casi li tutelerebbero dalle oscillazioni cicliche a breve termine. Nonostante queste strutture protettive, l'esperienza nei mercati dei mutui ipotecari di qualità non primaria potrebbe fornire un'illustrazione di come il mercato dei prestiti a elevata leva finanziaria potrebbe evolversi in un più ampio rallentamento del mercato del credito. Dal momento che molte transazioni recenti di LBO potrebbero essere state effettuate con l'aspettativa di un ulteriore incremento dei prezzi di acquisto che consentirebbe alle operazioni di essere rapidamente rifinanziate, una flessione del mercato potrebbe esporre molte operazioni a condizioni di mercato che non erano state prese in considerazione nelle transazioni originali in termini di prezzo. Ad esempio, tassi di interesse di mercato più elevati potrebbero diminuire la copertura delle operazioni esistenti, spingendo forse alcuni di essi all'insolvenza²⁰. Inoltre, nei casi in cui è previsto il rimborso dei prestiti degli LBO alla fine del prestito (sistemi di ammortamento all'estinzione), gli utili non distribuiti e i flussi di cassa delle società obiettivo potrebbero rivelarsi insufficienti ai fini del servizio del debito se il contesto economico dovesse peggiorare allo scadere del termine per il rimborso.

6 CONCLUSIONI

Nel cercare di valutare il rischio per la stabilità finanziaria che deriva dal mercato degli LBO, è importante considerare la misura in cui i rischi

di un rallentamento di questo mercato possono avere conseguenze sistemiche. Sebbene le esposizioni creditizie dirette delle banche alle transazioni di LBO sembrano limitate, dal momento che la maggior parte del credito viene eliminata attraverso strumenti di CRT o cartolarizzazione, è considerevole l'incertezza sull'identità dei detentori finali del rischio di credito degli LBO distribuito. Tuttavia, se l'esperienza del mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria può fornire una qualche guida, è probabile che l'impatto sulle banche di un rallentamento del mercato si manifesti in varie fasi. In primo luogo potrebbero essere interessate le banche che mantengono esposizioni dirette nei progetti di LBO (attraverso capitale di rischio o credito diretto) nei propri bilanci. Le conseguenze sistemiche potenziali emergerebbero, quindi, in modi analoghi a quelli nel caso di un improvviso peggioramento della qualità del portafoglio prestiti a società di una grande banca. In particolare, i rischi per la stabilità finanziaria dipenderebbero principalmente dall'adeguatezza dei margini finanziari della banca interessata e dall'importanza della stessa per il sistema finanziario più ampio, ad esempio, attraverso i mercati interbancari. Il secondo impatto potrebbe essere trasmesso attraverso i rischi connessi alle controparti nel mercato di CRT, nella misura in cui alcune istituzioni che hanno acquisito un'esposizione al rischio di credito potrebbero non essere in grado di far fronte a perdite oltre il breve termine. Dato il ruolo significativo dei mercati di CRT per le grandi banche, soprattutto nei modelli operativi e nella gestione dei rischi, qualsiasi shock che comporti significative frizioni nel meccanismo di determinazione dei prezzi dei prodotti, nell'operatività di mercato o nelle funzioni di scambio in questi mercati potrebbe avere potenziali conseguenze per numerose istituzioni contemporaneamente.

20) L'indagine del Comitato per la vigilanza bancaria ha rivelato che una grande quota di operazioni di LBO europee finanziate dalle banche nel 2005-2006 aveva all'epoca una copertura di tassi di interesse, che misura gli utili al di sopra di un multiplo stimato del pagamento di interessi programmato, solo marginale.

