

The Adam Smith Society  
*“Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?”*

# **Un sistema finanziario per la crescita**

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Fabio Panetta

Milano, 27 gennaio 2014



## ***Indice***

|   | <i>Pag.</i> |
|---|-------------|
| 1. <i>Introduzione</i> .....                                    | 5           |
| 2. <i>Il credito alle imprese nella crisi finanziaria</i> ..... | 6           |
| 3. <i>La fragilità finanziaria delle imprese</i> .....          | 8           |
| 4. <i>Verso un sistema finanziario più articolato</i> .....     | 9           |
| 5. <i>Conclusioni</i> .....                                     | 17          |
| 6. <i>Figure</i> .....  | 21          |



## 1. Introduzione<sup>1</sup>

I costi economici e sociali delle due recessioni che in un breve arco temporale hanno colpito l'Italia sono ingenti. Dal 2007 il PIL è sceso del 9 per cento, la produzione industriale del 25. Le opportunità di lavoro sono diminuite: il numero di occupati si è ridotto di 1 milione di unità, il tasso di disoccupazione è giunto a sfiorare il 13 per cento, superando il 41 tra i giovani. Gli indici di disuguaglianza sono peggiorati: il 10 per cento delle famiglie più ricche deteneva nel 2012 il 46,7 per cento della ricchezza, dal 44,3 nel 2008. Le conseguenze della crisi ricadono soprattutto sui giovani, le cui prospettive si sono offuscate rispetto alle generazioni passate.

La crisi ha tratto origine dall'estero, ma i suoi effetti sono stati accentuati dalle debolezze strutturali della nostra economia, prime tra tutte l'alto debito pubblico e i ritardi con cui il sistema produttivo e l'assetto istituzionale hanno risposto al progresso tecnologico, alla globalizzazione dei mercati, all'avvio dell'euro.

Le banche italiane hanno retto bene l'urto della prima ondata della crisi, di natura finanziaria. Il protrarsi della recessione e le tensioni sul debito sovrano hanno però provocato un peggioramento delle condizioni di raccolta all'ingrosso e della qualità del credito, soprattutto quello alle imprese, finendo per indebolire i bilanci bancari.

La crescita dei prestiti inesigibili è stata amplificata dalla fragilità finanziaria delle imprese. Il contenuto grado di patrimonializzazione e il conseguente elevato peso del debito hanno compresso la redditività delle aziende, fiaccandone la resistenza a shock esterni; il ruolo preminente del credito rispetto alla raccolta sul mercato le ha rese vulnerabili a restrizioni nell'offerta di prestiti da parte delle banche. Si tratta di debolezze presenti già nello scorso decennio, emerse in tutta la loro gravità durante la recessione.

La crisi ha riproposto i problemi irrisolti del sistema finanziario italiano: la dipendenza dalle banche, l'assenza di mercati azionari e obbligazionari sviluppati, l'incapacità di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito e il vaglio di operatori specializzati. Nelle fasi cicliche negative un tale assetto limita e rende più costosi i finanziamenti alle imprese; comporta rischi elevati per le banche, per la stabilità finanziaria, per l'attività economica.

---

<sup>1</sup> Questo testo ha beneficiato di commenti e suggerimenti da parte di Piergiorgio Alessandri, Paolo Finaldi Russo, Giorgio Gobbi, Antonio De Socio, e Luca Zucchelli.

Ma la crisi offre anche gli incentivi per rafforzare il ruolo del mercato dei capitali e rendere più equilibrata la struttura del sistema finanziario. Nelle pagine successive analizzerò i tratti salienti di questi temi e i possibili interventi per superare i vincoli finanziari che tuttora pesano sull'economia italiana.

## **2. Il credito alle imprese nella crisi finanziaria**

Nel 2000, dopo l'avvio dell'Unione monetaria, nei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro il rapporto tra prestiti bancari alle imprese e PIL era su valori simili, dell'ordine del 35-40 per cento (figura 1).

Divari significativi sono emersi negli anni seguenti, fino all'avvio della crisi finanziaria globale: a fronte di un calo di 4 punti percentuali in Germania, il rapporto è aumentato di 5 punti in Francia, di 15 in Italia, di 46 in Spagna.

Nel nostro paese la crescita del credito alle imprese è stata alimentata sia dalla forte domanda, sia da condizioni di offerta favorevoli. Con l'adozione dell'euro i tassi attivi bancari sono diminuiti, annullando i differenziali rispetto ai paesi con più lunga tradizione di stabilità dei prezzi. La disponibilità di finanziamenti all'ingrosso a basso costo consentiva alle banche di slegare l'andamento del credito da quello della raccolta al dettaglio. La quota di prestiti non finanziata con depositi e obbligazioni al dettaglio (il *funding gap*) saliva dal 10 per cento dei primi anni duemila al 21 nel 2008.

Durante la crisi finanziaria le condizioni creditizie sono peggiorate. Dall'autunno del 2008 la dinamica dei prestiti bancari al settore privato si è via via assottigliata, divenendo negativa una prima volta nel corso del 2009 e ancora dalla fine del 2011 a oggi<sup>2</sup>. Il calo dell'ultimo biennio è accentuato per gli impieghi alle imprese, diminuiti di 98 miliardi a fronte di una contrazione del credito al settore privato pari a 114 miliardi (figura 2).

Oltre che la flessione della domanda connessa con la recessione, la contrazione dei prestiti ha riflesso l'intonazione restrittiva dell'offerta da parte delle banche<sup>3</sup>. Si stima che i più stringenti criteri di erogazione del credito abbiano determinato, con

---

<sup>2</sup> Il calo del credito era pari al -5,6 per cento in ragione d'anno nei tre mesi terminanti in novembre.

<sup>3</sup> Le tensioni nell'offerta di credito durante la crisi sono documentate sia dagli studi empirici, sia dalle indagini presso banche e imprese. Si veda Panetta F., e F.M. Signoretti *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, Questioni di Economia e Finanza n. 63, Banca d'Italia, aprile 2010; Del Giovane P., A. Nobili e F.M. Signoretti, *Supply tightening or lack of demand? An analysis of credit developments during the Lehman Brothers and the sovereign debt crises*, Temi di discussione, Banca d'Italia, novembre 2013.

riferimento al 2012, una contrazione dell'8 per cento della consistenza degli impieghi e un aumento di due punti percentuali dei tassi attivi<sup>4</sup>. Le tensioni creditizie si sono ripercosse negativamente sugli investimenti e quindi sulla crescita<sup>5</sup>; hanno colpito in particolare le imprese minori e le nuove iniziative imprenditoriali: nei primi tre trimestri del 2013 il saldo tra il numero delle imprese che hanno avviato l'attività e quello delle aziende che l'hanno cessata, pari a 7.700 unità, è stato di otto volte inferiore rispetto al triennio precedente la crisi.

Dopo il superamento delle tensioni sul fronte della raccolta, grazie agli interventi dell'Eurosistema, i vincoli all'offerta di prestiti riflettono oggi soprattutto il peggioramento del merito di credito delle società non finanziarie. Gli impieghi alle imprese caratterizzati da anomalie di rimborso (i "prestiti deteriorati") rappresentano attualmente quasi un quarto dei crediti totali al settore, con un incremento di 10 punti percentuali in soli due anni; all'interno di tale aggregato, la componente con più alta probabilità di perdita per le banche (le "sofferenze") ammonta al 12 per cento dei prestiti (figura 3). Le perdite su crediti assorbono maggior parte della redditività operativa.

La carenza di credito è destinata a proseguire nei prossimi mesi. L'esperienza passata indica che il deterioramento della qualità dei prestiti tende a prolungarsi ben oltre l'avvio della ripresa congiunturale<sup>6</sup>. Le banche inoltre stanno riducendo la dimensione complessiva del bilancio in risposta a fattori di natura strutturale, quali le pressioni di mercato a diminuire la leva finanziaria e l'inasprimento dei requisiti patrimoniali e di liquidità indotti dalla normativa internazionale (Basilea 3).

Nell'area dell'euro la cautela delle banche è alimentata anche dalla transizione al sistema di vigilanza unica (*Single Supervisory Mechanism, SSM*). Una volta operativo, l'SSM contribuirà a dissipare i timori sulla solidità degli intermediari e a eliminare le segmentazioni e i vincoli finanziari e normativi che oggi pesano sul mercato del credito; in particolare, la valutazione estesa dei bilanci bancari (*Comprehensive Assessment, CA*) in corso da parte della BCE e delle Autorità di vigilanza nazionali amplierà l'informazione disponibile e rafforzerà la capitalizzazione degli intermediari.

---

<sup>4</sup> Cfr. Del Giovane, Nobili e Signoretti, op. cit.

<sup>5</sup> Cfr. Gaiotti E., *Credit Availability and Investment: Lessons from the 'Great Recession'*, European Economic Review, Vol. 59, Aprile 2013; Busetti, F e P. Cova, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*, Questioni di Economia e Finanza n. 201, Banca d'Italia, settembre 2013.

<sup>6</sup> Cfr. Bofondi, M. e T. Ropele, *Macroeconomic Determinants of Bad Loans: Evidence from Italian banks*, Questioni di Economia e Finanza n. 89, Banca d'Italia, marzo 2011.

L'esercizio sarà condotto con criteri rigorosi e comuni tra paesi; saranno valutate tutte le principali fonti di rischio, evitando forzature che – anziché assicurare i mercati – rinforzino la spirale tra debito sovrano e fragilità delle banche.

Il cammino verso l'SSM non è però privo di rischi. Nel breve termine non è possibile escludere che l'incertezza circa le modalità con cui sarà condotto il CA rafforzi la cautela delle banche, comprimendo l'offerta di credito; si tratta di incertezze che una trasparente politica di comunicazione può attenuare ma non eliminare del tutto, dato che l'enorme complessità dell'esercizio rende incomprimibili i tempi per portare a termine il CA. Nella fase di costruzione, inoltre, l'assetto incompleto dell'Unione bancaria potrebbe risultare inadeguato a proteggere l'economia e il bilancio pubblico dalle conseguenze di crisi bancarie.

### **3. La fragilità finanziaria delle imprese**

È necessaria una riflessione sull'origine dei vincoli al finanziamento delle imprese e sui possibili interventi per il loro superamento. Vanno analizzati in particolare i fattori che insieme alla contrazione produttiva innalzano il rischio di credito, che come abbiamo visto costituisce un potente ostacolo all'offerta di prestiti. Le recenti tensioni finanziarie sono state generalmente poste in relazione ai problemi delle banche, a loro volta connessi con la sfavorevole evoluzione congiunturale e con la crisi del debito sovrano. Un tale approccio, comprensibile nelle fasi concitate della crisi, trascura però i problemi derivanti dalla fragilità finanziaria delle imprese.

La sostenuta espansione dei prestiti bancari registrata dal 2000 al 2008 ha trovato riscontro in quella dei debiti delle società non finanziarie (figura 4), saliti in rapporto al valore aggiunto di oltre 50 punti percentuali, al 178 per cento.

Alla crescita dell'indebitamento non ha corrisposto un parallelo rafforzamento della capacità delle aziende di sostenerne gli oneri: la produttività ha ristagnato, la redditività è peggiorata (figura 5); il grado di copertura degli investimenti con fonti interne è sceso al minimo storico del 38 per cento. Soprattutto, l'evoluzione della dotazione patrimoniale non ha tenuto il passo con quella dell'indebitamento: il leverage<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Il leverage è misurato dai debiti finanziari in rapporto all'aggregato che li ricomprende insieme al patrimonio netto.



è salito dal 34 al 43 per cento; anche per questo motivo, gli oneri finanziari in rapporto ai margini lordi sono fortemente aumentati.

Il grado di indebitamento delle imprese italiane è elevato anche nel confronto internazionale (figura 6). In base ai conti finanziari, nel 2012 il leverage superava di 6 punti percentuali il valore medio dell'area dell'euro e della Germania, di 14 punti quello della Francia. Divari analoghi si riscontravano negli anni precedenti la crisi. I risultati non mutano utilizzando dati relativi alle singole imprese<sup>8</sup>. In base a un campione di 600.000 aziende appartenenti ai paesi dell'area, nel 2010 le società italiane avevano un leverage più elevato delle altre in quasi tutti i settori e classi dimensionali (figure 7 e 8)<sup>9</sup>.

Queste differenze non riflettono effetti di composizione: secondo analisi econometriche<sup>10</sup> che tengono conto delle principali caratteristiche d'impresa rilevanti ai fini dell'indebitamento, il leverage delle aziende italiane supera quello medio degli altri paesi di 11 punti percentuali. Il divario è assai ampio per le società di minore dimensione, mentre risulta pressoché nullo per le aziende molto grandi, con attivo superiore a 300 milioni.

#### **4. Verso un sistema finanziario più articolato**

Una prosecuzione delle attuali tensioni finanziarie comporterebbe rischi elevati per l'economia italiana. L'uscita da una fase recessiva è più lenta in presenza di crisi finanziarie o di restrizioni all'offerta di finanziamenti; in tali situazioni, la ripresa del credito avviene di norma dopo un semestre dall'avvio della ripresa del PIL<sup>11</sup>. Anche in Italia negli ultimi venti anni il credito alle imprese si è mosso in ritardo rispetto all'economia reale ed è stato influenzato dalla presenza di vincoli all'offerta di credito (cfr. figura 9).

---

<sup>8</sup> L'utilizzo dei conti finanziari non consente di valutare se i divari tra paesi riflettano la composizione settoriale o per dimensione d'azienda del sistema produttivo. Inoltre essi includono il patrimonio netto ai prezzi di mercato; ciò rende i confronti internazionali dipendenti dagli andamenti dei corsi di borsa.

<sup>9</sup> I dati sono tratti dall'archivio Amadeus, che raccoglie e armonizza i bilanci delle aziende di 46 paesi.

<sup>10</sup> Il leverage è stato analizzato mediante regressioni panel, includendo tra le variabili indipendenti una *dummy* per le imprese italiane. Tra le variabili di controllo sono state incluse *dummies* relative a settori, gruppi dimensionali e classi di età, oltre che variabili di bilancio (redditività, immobilizzazioni tecniche all'attivo, liquidità e crescita del fatturato).

<sup>11</sup> Cfr. Reinhart C. M. e K. S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009; Claessens S., M. A. Kose e M. E. Terrones, *What happens during recessions, crunches and busts?*, Economic Policy, Vol. 24, 2009; Abiad A., G. Dell'Ariccia e B. Li, *Creditless Recoveries*, IMF Working Paper 11/58, 2011.

Al fine di garantire piena funzionalità al sistema finanziario, di fornire alle imprese italiane risorse adeguate in vista della ripresa ciclica, sono necessari interventi di natura sia congiunturale sia strutturale. Le tensioni sul mercato del credito, la fragilità finanziaria delle imprese risentono di fattori contingenti – la recessione, la crisi del debito sovrano – ma sono strettamente connesse con le debolezze del sistema finanziario italiano: l'eccessiva dipendenza delle imprese dal credito bancario e l'insufficiente raccolta diretta di fondi sui mercati. Un tale assetto finanziario è particolarmente penalizzante nell'attuale congiuntura.

Vanno contrastati gli effetti negativi sull'offerta di credito provocati dall'alto rischio di insolvenza. Guardando più lontano, va favorito lo sviluppo di un sistema finanziario articolato, in cui il ruolo del mercato dei capitali e degli investitori istituzionali sia in linea con quello degli altri principali paesi. Questi temi sono affrontati nelle pagine successive.

#### *4.1 Il credito bancario*

Gli strumenti più idonei per aggredire il “fallimento del mercato” alla base dell'attuale malfunzionamento del circuito creditizio<sup>12</sup> si basano su sistemi di garanzia in favore dei prestiti bancari alle imprese, in particolare quelle di minori dimensioni<sup>13</sup>.

Dall'avvio della recessione l'operatività del Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese (PMI) è stato opportunamente rafforzato accrescendo la dotazione patrimoniale, estendendo la platea dei potenziali beneficiari, ampliando i criteri di accesso. È stata introdotta la garanzia di ultima istanza da parte dello Stato, consentendo alle banche di azzerare l'assorbimento di capitale sui prestiti coperti dal Fondo. Grazie all'effetto leva e alla diversificazione, gli interventi comportano impegni contenuti a carico del bilancio pubblico.

Negli ultimi anni il flusso dei crediti coperti dal Fondo è rapidamente aumentato. Tra il 2009 e il 2012 sono stati garantiti prestiti per 31 miliardi di euro rivolti a 127.000 imprese, in prevalenza di piccole dimensioni. In termini di consistenza i finanziamenti garantiti rappresentavano alla fine del 2012 il 3,5 per cento dei prestiti alle aziende con

---

<sup>12</sup> L'attuale situazione del mercato creditizio configura una condizione ben nota nell'analisi economica, in cui l'alto rischio di insolvenza e le difficoltà di valutare la solidità dei debitori provocano fenomeni di selezione avversa e innalzano l'avversione al rischio degli intermediari, dando luogo a fenomeni di razionamento. Cfr. Stiglitz, J. e Weiss, A., *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information* (1981), *The American Economic Review*.

<sup>13</sup> Cfr. OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs: An OECD Scoreboard*, OECD Publishing (2013).

meno di 20 addetti operanti nei settori di attività del Fondo. Nei primi 10 mesi del 2013 i prestiti garantiti hanno raggiunto 8,5 miliardi (figura 10), il 23 per cento in più rispetto allo stesso periodo del 2012.

In base ad analisi preliminari condotte in Banca d'Italia, la garanzia del Fondo avrebbe sostenuto la crescita dei prestiti bancari alle imprese beneficiarie<sup>14</sup>. Gli effetti sul costo dei finanziamenti sarebbero invece meno evidenti; ciò può dipendere in parte dalle modalità operative del Fondo, che in passato consentivano alle banche di ottenere la garanzia successivamente all'erogazione del credito, e quindi dopo averne definito le condizioni.

Nei prossimi mesi l'attività del Fondo potrà trarre beneficio dai cambiamenti introdotti con il "decreto del fare" e con la legge di stabilità per il 2014. Gli interventi vanno però attuati con rapidità: alcune modifiche, in particolare quelle volte a facilitare la concessione di garanzie in favore di imprese con bilanci indeboliti dalla recessione, sono tuttora in attesa dei decreti attuativi. Inoltre la possibilità di indirizzare parte dei fondi previsti dalla legge di stabilità (1,2 miliardi) verso nuovi segmenti di operatività e verso finalità diverse dal sostegno alle imprese rischia di disperdere le risorse e di ridurre l'efficacia degli interventi. Infine, per stimolare l'offerta di prestiti a livello aggregato vanno ricercati meccanismi premianti per le banche con più elevata dinamica degli impieghi complessivi.

Ulteriori interventi a sostegno del credito sono stati effettuati dal settore pubblico mediante la Cassa Depositi e Prestiti (CDP)<sup>15</sup>. Nel settore privato, le moratorie stipulate tra ABI e associazioni di imprese hanno consentito a molte PMI di superare momenti di difficoltà.

Ma per ridare funzionalità al canale creditizio è in primo luogo necessario un impegno delle banche per tenere pienamente conto della capacità di sviluppo della clientela. Le spinte alla riduzione dell'attivo e, negli anni precedenti la crisi, il rilievo crescente delle tipologie di finanziamenti che possono essere ceduti sul mercato possono aver intaccato la capacità e l'incentivo delle banche ad analizzare le prospettive dei

---

<sup>14</sup> Le analisi riguardano un campione di imprese manifatturiere oggetto degli interventi del Fondo tra il 2005 e il 2010.

<sup>15</sup> Dall'avvio della crisi la CDP ha istituito fondi da cui le banche possono finanziarsi a basso costo al fine di fornire crediti a medio e a lungo termine alle PMI. Il plafond PMI, costituito nel 2009 con una dotazione di 8 miliardi, è stato interamente utilizzato; il "nuovo plafond PMI", attivo dal 2012, ha una dotazione di 10 miliardi, in buona parte ancora non affluiti alle imprese.

diversi settori produttivi e a vagliare in modo approfondito il merito di credito degli affidati.

Questa tendenza negativa va interrotta, intensificando l'impegno a esaminare le caratteristiche delle imprese, in particolare quella di minori dimensioni. Ciascuna banca deve essere consapevole degli effetti negativi che deriverebbero per l'intera economia italiana, per essa stessa, da una stretta creditizia indiscriminata.

#### *4.2 Il capitale azionario*

Oltre che di credito, le imprese italiane necessitano di capitale di rischio, al fine di sostenere la ripresa produttiva e di conseguire una condizione finanziaria più solida.

Il riequilibrio della struttura finanziaria delle nostre aziende, per riportarne il leverage in linea con la media europea, richiederebbe la conversione in strumenti patrimoniali di un ammontare di debiti stimabile tra 150 e 220 miliardi<sup>16</sup>. Si tratta di un mutamento di notevole portata ma possibile in un orizzonte di medio termine: se realizzato nell'arco di un quinquennio esso richiederebbe di trasformare in capitale ogni anno debiti corrispondenti al 3 per cento di quelli complessivi; risulterebbe meno arduo in una fase di crescita dell'economia, soprattutto se associato al reinvestimento presso le aziende di una quota del cospicuo ammontare di utili distribuito ogni anno ai soci sotto forma di dividendi (60 miliardi l'anno nel 2011-12 in base ai dati Istat).

Il ribilanciamento delle fonti di finanziamento richiede interventi su più fronti. Vanno in primo luogo rimossi gli incentivi all'indebitamento. Tra questi, l'elevata tassazione svolge un ruolo non trascurabile in via sia diretta sia indiretta.

Una forte imposizione fiscale sui redditi aziendali accresce i vantaggi dell'indebitamento rispetto ad altre forme di finanziamento, per effetto della deducibilità degli interessi passivi dal reddito di esercizio. In Italia le alte aliquote fiscali consentono alle imprese di dedurre dall'imponibile un ammontare di oneri finanziari maggiore che altrove. Si stima che ciò contribuisca a spiegare una parte consistente – circa un quarto – dello sfavorevole divario di leverage rispetto agli altri paesi europei<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> La stima è basata sui dati discussi nel paragrafo 3, mantenendo invariato il valore complessivo delle passività finanziarie delle imprese (ossia cambiando unicamente la composizione tra debiti e capitale).

<sup>17</sup> De Socio, A., e V. Nigro, *Does corporate taxation affect cross-country firm leverage?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 889 (2012).

L'alta tassazione contribuisce inoltre ad alimentare la riluttanza delle imprese ad accedere ai mercati. Nel nostro paese l'insufficiente sviluppo della borsa non dipende dalla mancanza di società quotabili<sup>18</sup>. Esso riflette in primo luogo le scelte delle stesse imprese<sup>19</sup>: le aziende italiane, caratterizzate da una elevata concentrazione delle azioni nelle mani di pochi soggetti, spesso legati da rapporti familiari, sono restie ad aprirsi. La crescita dimensionale, l'accesso ai mercati comportano oneri in relazione alla maggiore visibilità agli occhi delle autorità di controllo, degli azionisti di minoranza e soprattutto del fisco, in presenza di un carico impositivo eccessivamente gravoso.

La scarsa propensione alla quotazione risente inoltre del fermo intento di mantenere il controllo dell'impresa, talora anche al costo di rinunciare a dotarsi degli strumenti finanziari e manageriali necessari per sopravvivere alla concorrenza internazionale. Un tale obiettivo contrasta con quanto insegna l'esperienza passata. In seguito all'ingresso in borsa, le società conseguono una struttura finanziaria più salda, caratterizzata da una maggiore quota del debito obbligazionario e una minore incidenza dei prestiti a breve termine. La quotazione permette anche di ridurre il costo del credito bancario grazie al miglioramento dei profili di rischio e della reputazione dell'impresa<sup>20</sup>.

Nei mesi scorsi sono riaffiorati segnali di interesse per la borsa. Dal gennaio 2013 a oggi hanno fatto ingresso sul mercato circa venti imprese italiane, il numero più elevato dal 2007; altre hanno annunciato l'intenzione di farlo. Le quotazioni hanno riguardato in larga parte società produttive di dimensioni piccole e medie e si sono concentrate nel mercato alternativo del capitale (AIM), caratterizzato da costi di ammissione e requisiti regolamentari inferiori rispetto al mercato principale.

In passato lo sviluppo del mercato azionario è stato più volte stimolato mediante sgravi fiscali alla quotazione o all'accumulo di capitale di rischio<sup>21</sup>. Il successo di quelle iniziative fu limitato dalla natura temporanea degli sgravi, che li rese insufficienti a controbilanciare l'onere della quotazione percepito dagli imprenditori.

---

<sup>18</sup> Cfr. il Documento tecnico programmatico redatto dal Gruppo di lavoro per l'ammissione alla quotazione delle piccole e medie imprese (marzo 2013). In base a un confronto con la Francia, dotata di un sistema produttivo dissimile dal nostro, in Italia vi sarebbero fino a 500 imprese quotabili.

<sup>19</sup> Cfr. Panetta, F., *"Banche, Finanza Crescita"*, intervento al Convegno *"Oltre la crisi: quale futuro per le banche italiane?"*, organizzato dall'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa in collaborazione con l'Università Cattolica di Milano (2013). Si veda anche Pagano, M., Panetta, F., e Zingales, L., *Why Do Companies Go Public?*, Journal of Finance, (1998).

<sup>20</sup> Cfr. Pagano, Panetta, e Zingales., op. cit.

<sup>21</sup> Incentivi al capitale di rischio e alla quotazione sono stati concessi con la legge Visentini (1983), la legge Tremonti (1994), con la *Dual Income Tax* (1997), con la "Tecno-Tremonti" (2003).

Gli sgravi alla patrimonializzazione delle imprese introdotti nel 2011 con le norme sull’Aiuto alla Crescita Economica (ACE), che hanno ridotto i vantaggi fiscali del debito rispetto al capitale di rischio, possono contribuire a superare quei limiti. Le nostre indagini suggeriscono tuttavia che gli effetti sarebbero stati sin qui contenuti: con riferimento al biennio 2012-13 meno del 2 per cento delle imprese dichiara di aver aumentato il patrimonio netto per usufruire degli sgravi. Oltre che del basso ammontare degli utili da reinvestire nelle aziende, un tale risultato potrebbe essere conseguenza del livello troppo contenuto degli incentivi<sup>22</sup>, che per risultare efficaci devono essere di entità adeguata e percepiti come permanenti dalle imprese.

L’aumento dell’aliquota di deducibilità introdotto dalla legge di stabilità per il triennio 2014-16 va nella giusta direzione. Incentivi addizionali per un ampio orizzonte temporale possono essere introdotti per le aziende di nuova quotazione senza pesare in misura rilevante sul gettito<sup>23</sup>.

#### *4.3 I finanziamenti non bancari*

Durante la crisi le imprese italiane hanno accresciuto il ricorso al mercato obbligazionario. Dal 2009 a oggi i collocamenti sono ammontati in media a 30 miliardi annui, con punte di oltre 35 negli anni in cui si sono acuite le difficoltà di accesso al credito (2009 e 2012; figura 11); le emissioni sono state cospicue anche nel 2013 (29 miliardi in nove mesi).

Sebbene la raccolta obbligazionaria rimanga inferiore a quella in altri paesi avanzati, e i costi relativamente alti, una tale evoluzione segna un netto progresso rispetto al periodo pre-crisi (nel 2005-07 le emissioni ammontarono a 19 miliardi in media all’anno). I collocamenti hanno consentito di ridurre la dipendenza delle imprese dal credito bancario: tra i 250 principali gruppi industriali italiani, gli ottanta gruppi che dal 2009 hanno emesso obbligazioni hanno anche ridotto di un terzo l’indebitamento bancario, a fronte di un aumento del 12 per cento per gli altri.

---

<sup>22</sup> Per eliminare il vantaggio fiscale del debito può essere sufficiente equiparare il tasso nozionale ACE al tasso *risk-free* a lungo termine. Cfr. Boadway, R., e N. Bruce “*A General Proposition on the Design of a Neutral Business Tax*”, *Journal of Public Economics*, (1984) e De Mooij, R. “*Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions*”, *Fiscal Studies* (2011).

<sup>23</sup> Cfr. Franzosi, A. e E. Pellizzoni, “*Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle mid & small caps italiane*”, *BIIt Notes* (2005); Giudici, G. e S. Paleari, “*Should Firms Going Public Enjoy Tax Benefits?*” *European Financial Management* (2003); Geranio, M. e E. Garcia, “*Come sarebbe l’Italia con 1.000 società quotate?*” (2012), mimeo, Bocconi.

La positiva evoluzione delle emissioni complessive cela però andamenti difformi per le diverse categorie dimensionali di imprese. L'aumento dei collocamenti è infatti riconducibile a poche grandi aziende, a fronte del calo dell'ammontare e del numero delle emissioni da parte di società di dimensioni piccole e medie (figura 12)<sup>24</sup>. Anche il numero delle imprese minori che si sono affacciate per la prima volta sul mercato obbligazionario si è via via ridotto, mentre quello relativo alle aziende medio-grandi è rimasto costante.

Lo scorso anno le emissioni di titoli da parte di società non quotate sono state stimolate dagli incentivi fiscali previsti dal decreto sviluppo del giugno del 2012, che ha introdotto i cosiddetti minibond. Vi sono stati una ventina di collocamenti per un valore complessivo prossimo a 5 miliardi. Anche questa opportunità è stata finora sfruttata in misura limitata dalle società di piccole dimensioni.

Il divario tra i diversi gruppi dimensionali di emittenti riflette le difficoltà che le PMI incontrano nel collocare prestiti di basso importo unitario – e quindi poco liquidi – e nel rivolgersi a grandi investitori, in particolare quelli esteri. Risente inoltre della difficoltà di valutare appieno il merito di credito delle aziende minori, soprattutto nell'attuale fase recessiva. Questi fattori si traducono in collocamenti di titoli illiquidi e con rendimenti elevati<sup>25</sup>.

Le difficoltà di accesso al mercato obbligazionario da parte delle PMI offrono ampie opportunità a intermediari specializzati, in grado di vagliare in modo approfondito il merito di credito delle aziende minori, di utilizzare strategie di investimento volte a diversificare i rischi idiosincratici e orientate su orizzonti di medio-lungo termine.

Sono in corso diverse iniziative per creare strumenti idonei all'investimento in obbligazioni o in prestiti di imprese non quotate, per lo più mediante la costituzione di *credit funds* nella forma del fondo chiuso. Questo strumento può consentire di convogliare con rapidità risorse verso gli emittenti e contribuire alla creazione di un mercato che in prospettiva, acquisendo dimensioni e liquidità adeguate, potrebbe divenire appetibile anche per i grandi investitori istituzionali. Il successo delle iniziative

---

<sup>24</sup> I dati riportati nel testo sono ottenuti integrando le informazioni pubbliche fornite da Dealogic Ltd. con quelle dell'Anagrafe Titoli gestita dalla Banca d'Italia. L'utilizzo di quest'ultima fonte informativa consente, rispetto ai dati pubblici, di includere le emissioni di importo contenuto.

<sup>25</sup> Il rendimento medio delle cinque emissioni di minore importo è pari a circa il 7,5 per cento.

richiede un livello elevato di trasparenza, strutture semplici, un basso grado di leva finanziaria, una limitata trasformazione delle scadenze.

Il contributo alla diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese che può derivare dall'attività dei *credit funds* non è trascurabile, soprattutto per la componente a medio e a lungo termine.

#### 4.4 Le cartolarizzazioni

Il passaggio del sistema finanziario italiano da un modello “banco-centrico” a uno in cui le imprese, anche le piccole e medie, possano contare sul finanziamento diretto sui mercati è un obiettivo ambizioso, possibile su un orizzonte temporale esteso. Esso potrà richiedere adattamenti anche rilevanti di natura giuridica e fiscale; presuppone modifiche nei comportamenti di banche e imprese. Nella transizione tra questi due modelli di finanziamento va considerata la possibilità di combinare l'attività degli intermediari con quella dei mercati, sfruttando le possibili sinergie.

Le cartolarizzazioni offrono questa possibilità. Esse consentono di separare le funzioni tipiche dell'intermediazione bancaria – quelle di *screening* del debitore e di *origination* del prestito, che continuano a essere svolte dalla banca – dal finanziamento vero e proprio, che viene invece trasferito al mercato. I titoli derivanti dalle cartolarizzazioni rappresentano di fatto una replica sintetica di un portafoglio di obbligazioni, con l'importante differenza che la selezione e il vaglio dei debitori vengono svolti dalla banca, invece che dagli investitori come nel caso delle obbligazioni. La senior *tranche* di una *Asset Backed Security* è un titolo che – a differenza del credito sottostante – può essere sufficientemente trasparente e liquido da essere finanziato da investitori non specializzati.

Le cartolarizzazioni consentono pertanto alle imprese di raggiungere gli investitori istituzionali senza sopportare i costi connessi con la quotazione in borsa o con l'emissione di obbligazioni; permettono ai sottoscrittori di delegare la raccolta di informazioni alle banche, meglio in grado di svolgere tale attività. Esse possono inoltre alleviare il problema del coordinamento tra domanda e offerta che può emergere in mercati poco liquidi quando le imprese trovano difficoltà a emettere perché “non c'è domanda” e al tempo stesso la domanda è bassa perché la scarsità di titoli in circolazione fa sì che per gli investitori “è difficile diversificare”.



Il mercato delle cartolarizzazioni si è praticamente prosciugato con la crisi. Non discuterò le motivazioni di tale scomparsa, dato che sono ormai ben noti i rischi che possono scaturire da una commistione perversa tra intermediari, mercati e cartolarizzazioni. L'esperienza italiana degli anni scorsi mostra però che un'opera di vigilanza attenta consente di integrare queste due funzioni in modo virtuoso<sup>26</sup>, fornendo gli opportuni incentivi agli intermediari e mitigando le asimmetrie informative.

Nel decennio precedente la crisi, in un contesto economico favorevole, le banche italiane ridussero i prestiti deteriorati in portafoglio anche mediante cospicue operazioni di cartolarizzazione. Nei prossimi mesi l'ammontare delle operazioni potrà trarre alimento da più fattori: la ripresa ciclica si tradurrà in un miglioramento del merito di credito dei debitori, favorendo la domanda di partite deteriorate da parte di intermediari specializzati; in senso analogo sta agendo il concomitante calo del "rischio Italia", evidenziato dalla riduzione degli spread sui titoli di Stato. Anche l'offerta di crediti deteriorati da parte delle banche dovrebbe salire, per effetto dell'aumento delle rettifiche di valore e delle recenti modifiche normative che hanno reso meno penalizzante il trattamento fiscale delle svalutazioni e delle perdite su crediti. La ripresa delle cartolarizzazioni interagirà positivamente con l'esigenza di ridurre lo stock di crediti deteriorati, al fine di liberare risorse da destinare al finanziamento dell'economia<sup>27</sup>.

## 5. Conclusioni

L'economia italiana si sta avviando a una svolta ciclica dopo una lunga crisi. Si vanno rafforzando i segnali di miglioramento emersi dalla scorsa primavera. Nell'estate la caduta del PIL si è interrotta. Nel quarto trimestre del 2013 la produzione industriale avrebbe segnato un rialzo dell'ordine di un punto percentuale; la variazione del PIL sarebbe risultata positiva per la prima volta dalla metà del 2011.

I mercati italiani stanno beneficiando del minor grado di frammentazione finanziaria nell'area dell'euro. Il ritrovato interesse degli investitori esteri per le attività italiane si è riflesso in un miglioramento della posizione debitoria della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2, scesa di un terzo rispetto al picco negativo di 290 miliardi di euro toccato nell'estate del 2012.

---

<sup>26</sup> Cfr. Albertazzi, U., G. Eramo, L. Gambacorta e C. Salleo: "Securitization is not that evil after all", Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 796, Febbraio 2011.

<sup>27</sup> Cfr. Banca d'Italia, Rapporto sulla Stabilità Finanziaria, n. 6, Novembre 2013.

Il quadro economico resta tuttavia fragile. Tensioni finanziarie internazionali sono tornate a minacciare la stabilità dei mercati globali. In Italia la situazione congiunturale migliora con lentezza; rimane caratterizzata da andamenti eterogenei tra aree geografiche e settori di attività.

La conferma dei recenti segnali positivi, la loro trasformazione in una crescita economica robusta e duratura, in grado di riassorbire le ampie sacche di disoccupazione, richiedono che il paese affronti e avvii a soluzione una lunga serie di ben noti problemi strutturali che per troppo tempo sono stati rinviati.

È necessario anche un adeguato sostegno finanziario alle imprese. Non vi potrà essere ritorno alla crescita senza l'apporto di banche e mercati.

Gli sforzi compiuti in passato per favorire lo sviluppo di un sistema finanziario articolato – in cui il ruolo del mercato e degli investitori istituzionali sia in linea con quello degli altri maggiori paesi – non hanno dato i risultati desiderati. La crisi, l'aumento dei rischi creditizi e le tensioni nell'offerta di credito che ne derivano offrono tuttavia gli incentivi – alle imprese, alle banche – per rinnovare e rendere efficaci quegli sforzi, per ampliare il finanziamento diretto del settore produttivo.

Nei mesi scorsi le imprese italiane hanno mostrato maggiore propensione ad accedere al mercato dei capitali; sono aumentate sia le emissioni obbligazionarie, sia il numero di quotazioni in borsa. Il ricorso ai mercati rimane tuttavia limitato e concentrato presso le imprese di grandi dimensioni; le aziende minori hanno sfruttato in misura insoddisfacente le opportunità di finanziamento diretto.

Le banche possono svolgere un ruolo fondamentale per rafforzare l'accesso diretto ai mercati da parte delle grandi imprese e per indirizzare lungo questo percorso le piccole e medie imprese. Accompagnando sul mercato le aziende con favorevoli opportunità di crescita, sviluppando attività di consulenza per il finanziamento diretto, con basso assorbimento di capitale e di liquidità, esse possono contenere i rischi, migliorare la redditività. Per conseguire questi obiettivi esse devono stabilire vere relazioni di lungo periodo con le imprese e prevenire i possibili conflitti di interesse.

Le imprese dovranno contribuire anch'esse allo sviluppo del mercato dei capitali. Il fabbisogno di risorse finanziarie non potrà essere soddisfatto dal solo credito bancario. L'allargamento delle fonti di finanziamento richiede un impegno volto a conferire trasparenza ai bilanci, ad accrescere l'apertura a soggetti esterni e soprattutto a

rafforzare la dotazione di capitale. Per ottenere sostegno dagli intermediari e dai risparmiatori gli imprenditori dovranno mostrare essi stessi, per primi, fiducia nelle prospettive della propria azienda.

Compito della politica economica è rimuovere gli ostacoli, offrire gli incentivi perché lo sviluppo del mercato dei capitali guadagni momento e, soprattutto, non si interrompa come è successo in passato. Come per il resto dell'economia italiana, questo processo trarrebbe beneficio da un alleggerimento del carico fiscale gravante sulle imprese.

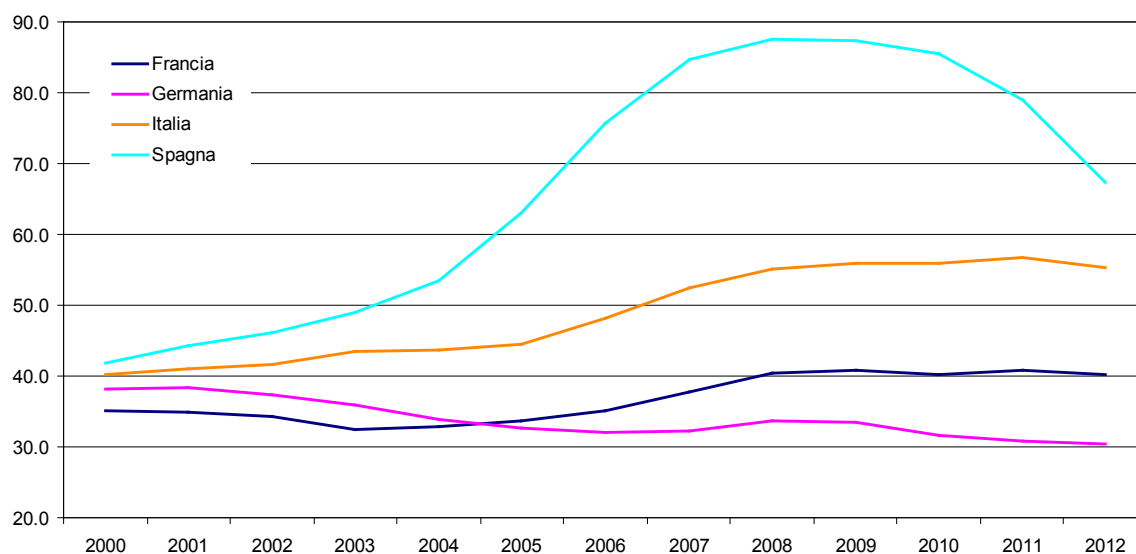


*FIGURE*



**Figura 1**

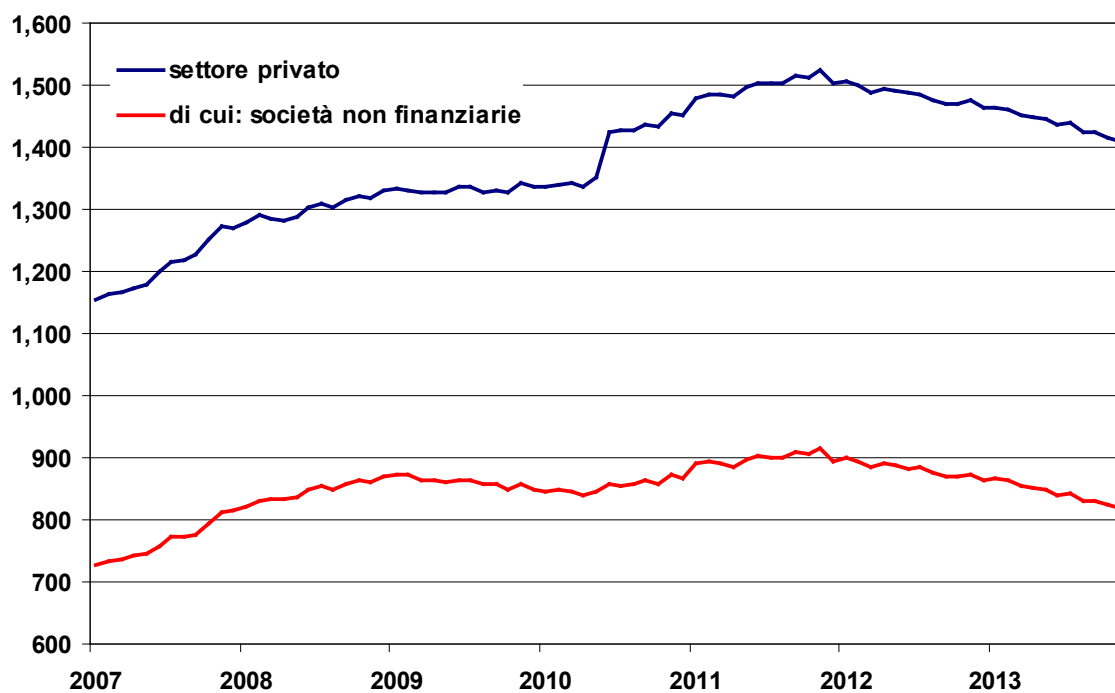
**Prestiti bancari alle imprese nei principali paesi dell'area dell'euro**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE ed Eurostat.

**Figura 2**

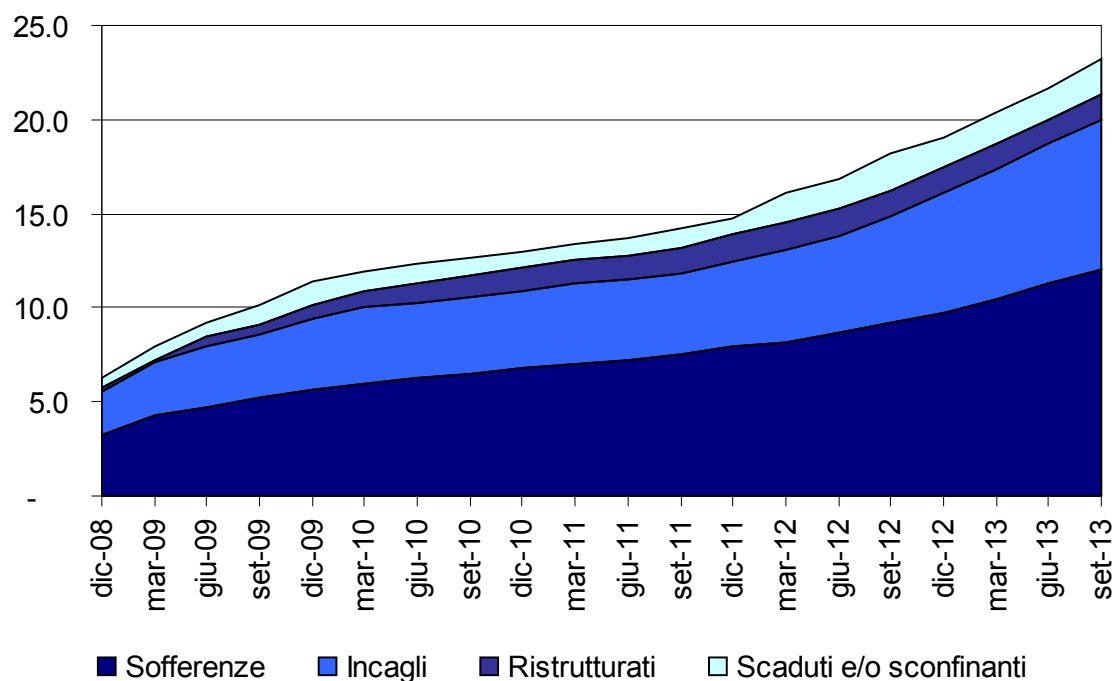
**Prestiti bancari in Italia (1)**  
(consistenze in miliardi)



Fonte: Banca d'Italia. (1) Dati non destagionalizzati e non corretti per le cartolarizzazioni.

**Figura 3**

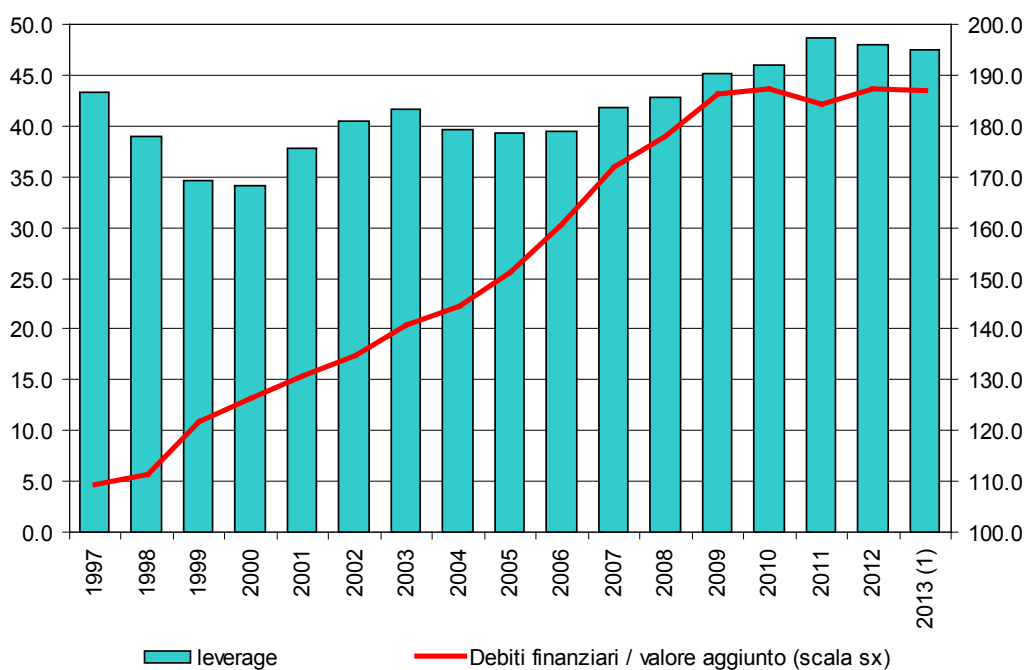
**Prestiti deteriorati alle imprese**  
(in percentuale dei prestiti alle imprese)



Fonte: Banca d'Italia.

**Figura 4**

**Debiti finanziari delle imprese**  
(valori percentuali)

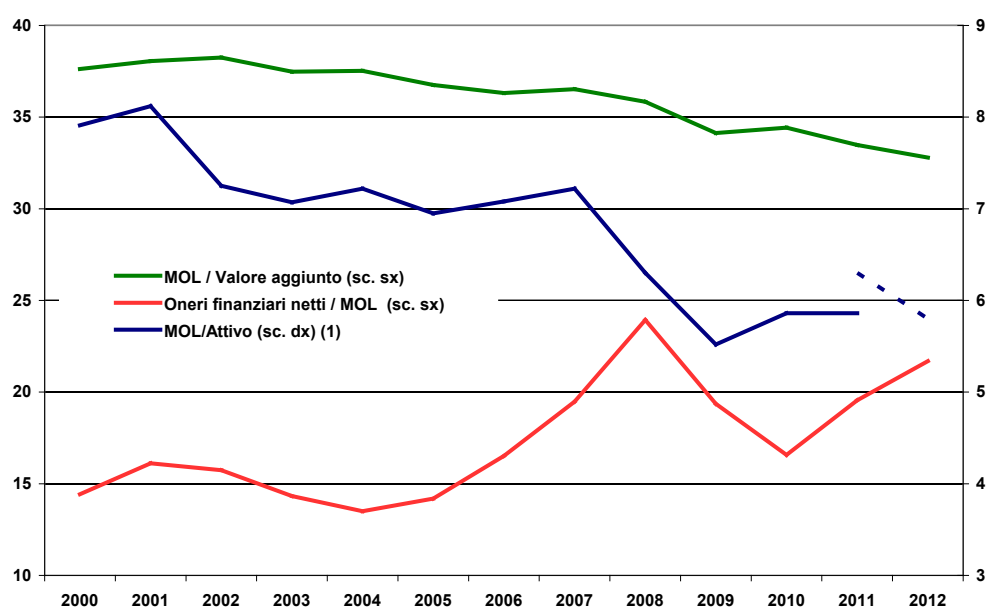


Fonte: Banca d'Italia e Istat.(1) Dati riferiti al giugno 2013.



**Figura 5**

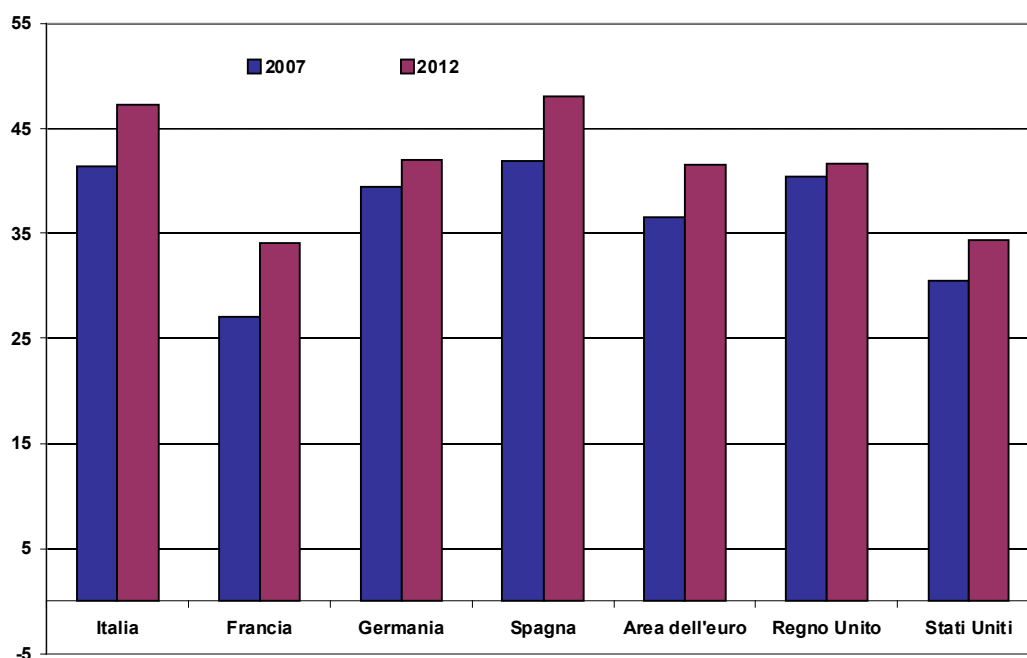
**Redditività delle imprese**  
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Istat e Cerved Group.(1) Dati provvisori per il 2012; la linea tratteggiata è riferita a un campione di imprese con bilanci presenti in entrambi gli anni.

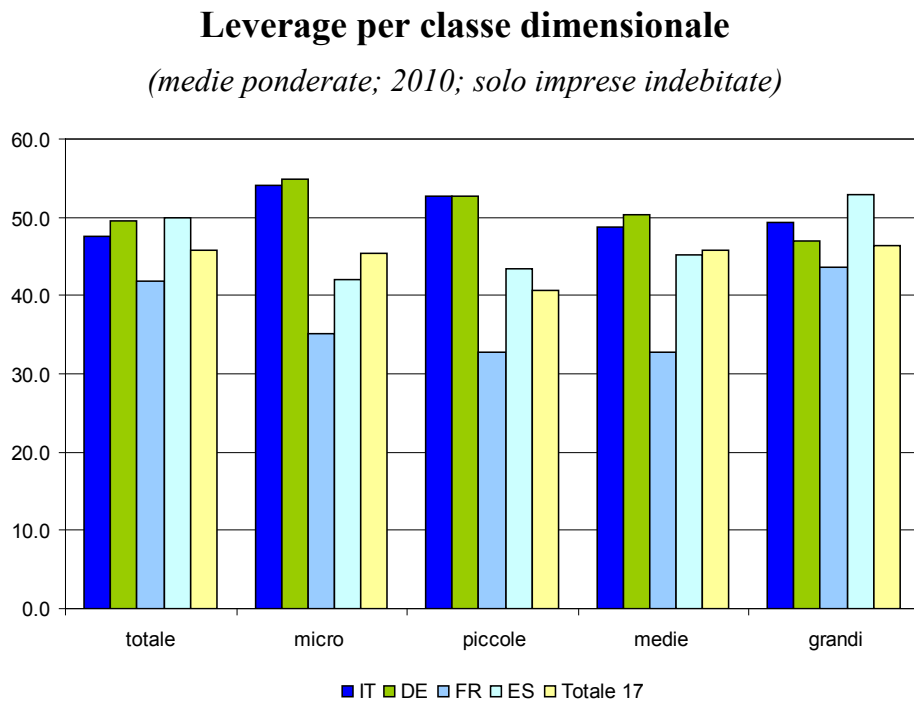
**Figura 6**

**Leverage delle imprese in Italia e negli altri principali paesi**  
(valori percentuali)



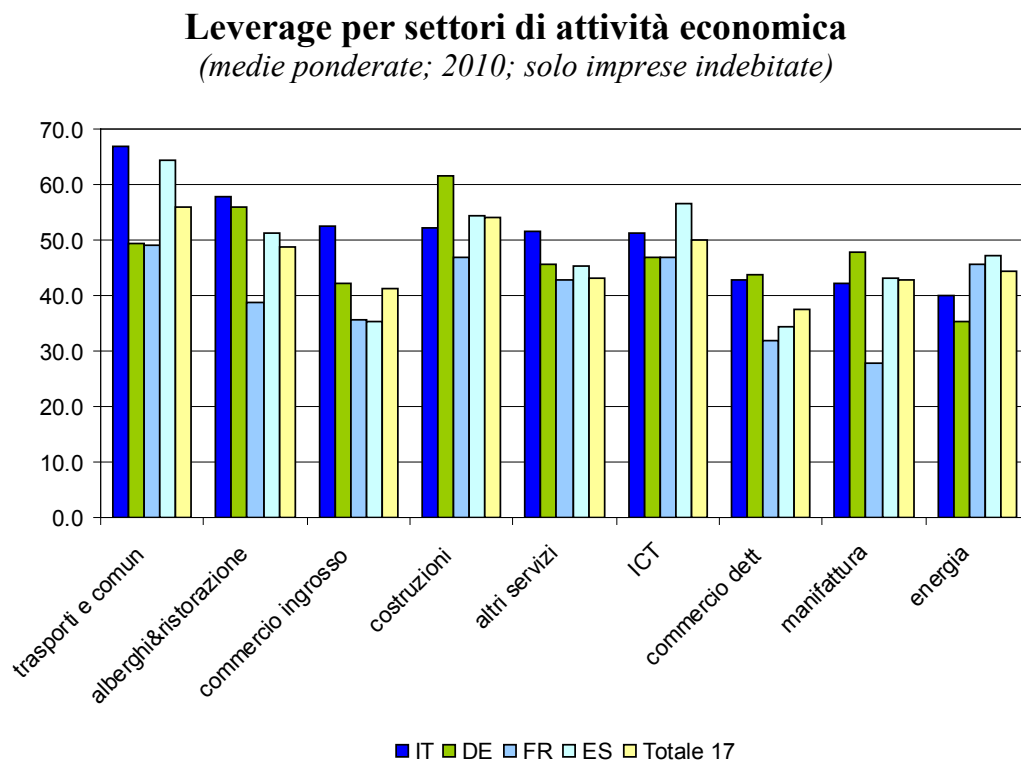
Fonte: Banca Centrale Europea, Bank of England e Federal Reserve System.

**Figura 7**



Fonte: Amadeus.

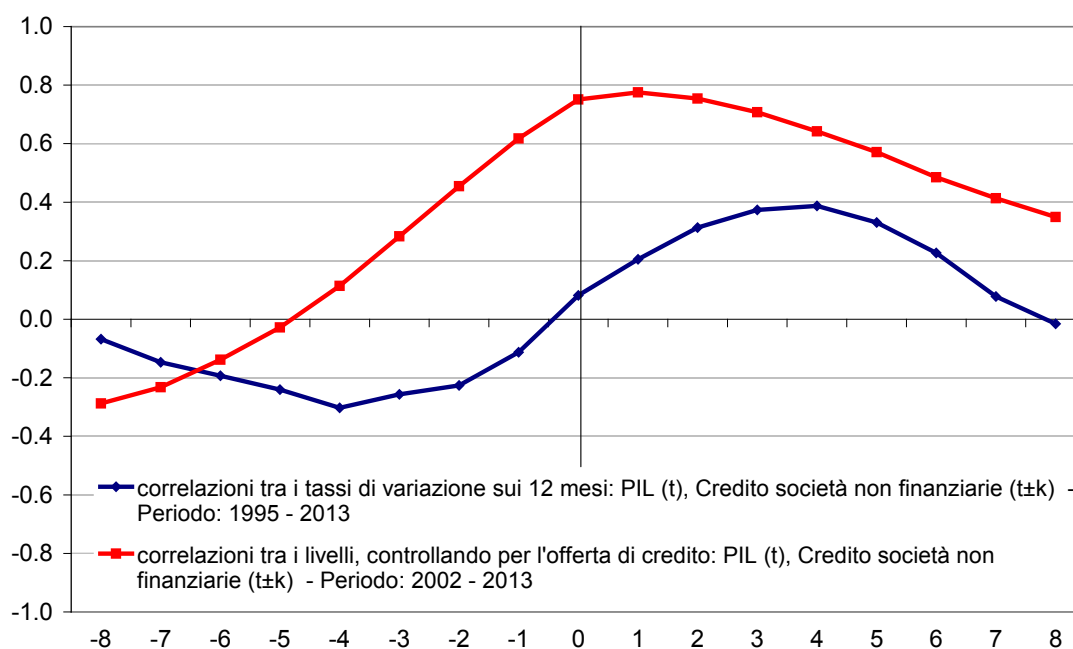
**Figura 8**



Fonte: Amadeus.

**Figura 9**

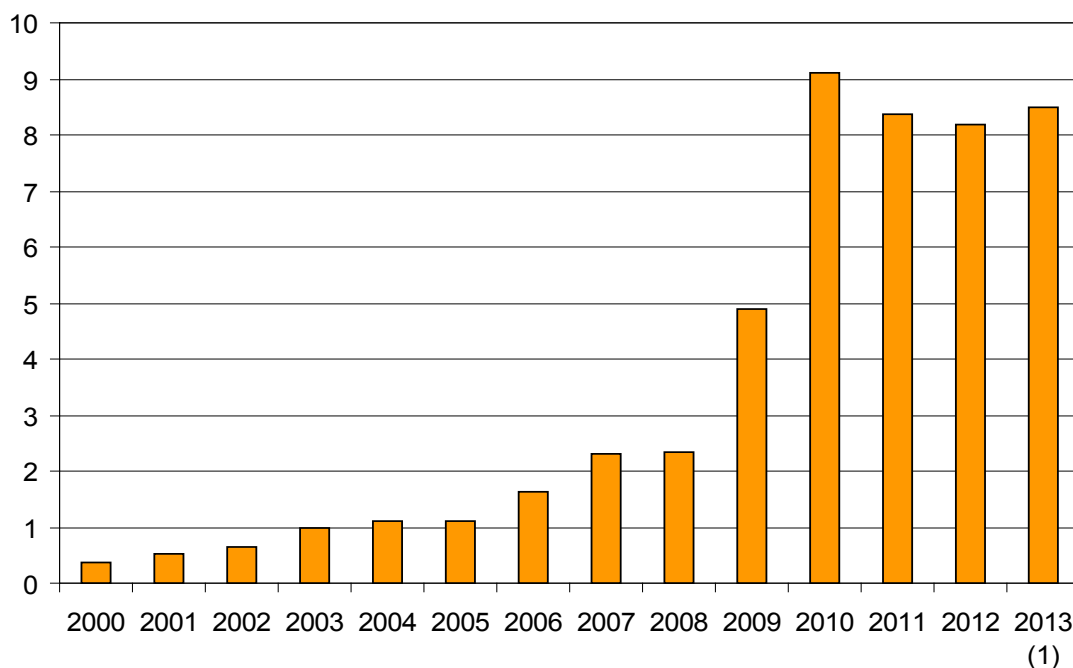
**Correlazione tra PIL e credito alle società non finanziarie (1)**  
(in termini reali; differenti anticipi/ritardi)



Fonte: Banca d'Italia, Istat. (1) Le correlazioni che tengono conto dell'offerta di credito sono basate sui residui di regressioni delle serie storiche del PIL e del credito alle imprese sull'indicatore di offerta di credito tratto dalla Bank Lending Survey.

**Figura 10**

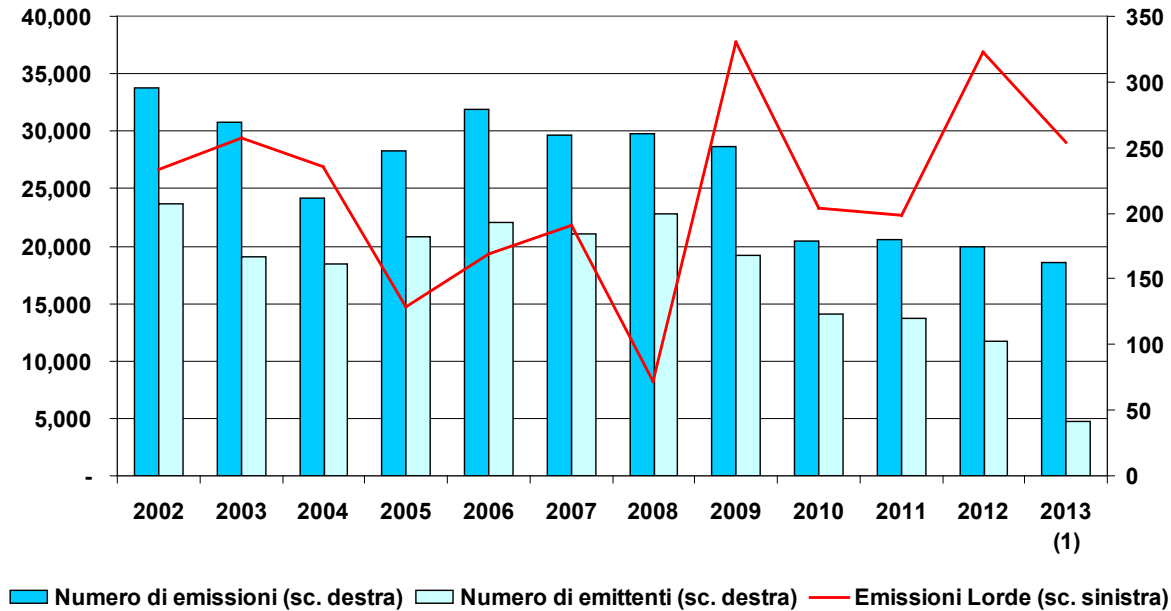
**Finanziamenti garantiti dal Fondo di garanzia per le PMI**  
(flussi annuali in miliardi)



Fonte: Comitato di gestione del Fondo di garanzia per le PMI (Legge 662/1996). (1) Dati riferiti al periodo gennaio - ottobre.

**Figura 11**

**Obbligazioni lorde di società non finanziarie italiane**  
(unità e milioni)

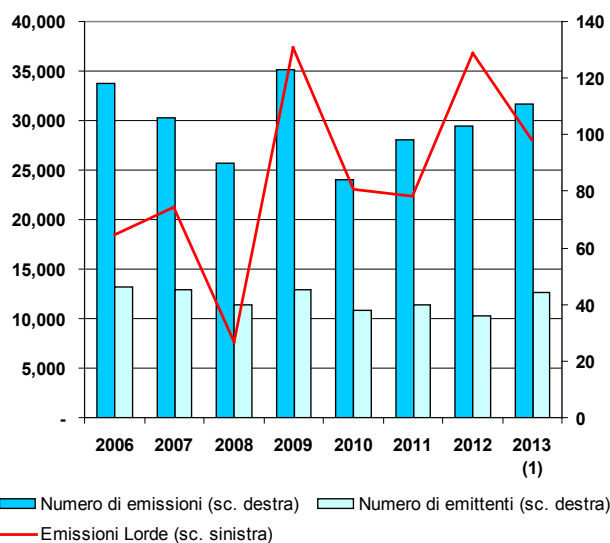


Fonte: Banca d'Italia e Dealogic. (1) Dati riferiti al periodo gennaio – settembre.

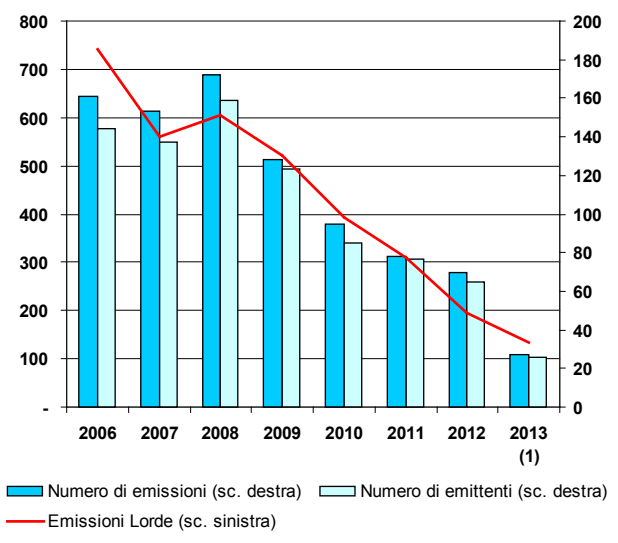
**Figura 12**

**Le emissioni di obbligazioni per dimensione d'impresa**  
(milioni di euro e unità)

(a) Imprese grandi



(b) PMI



Fonte: Banca d'Italia e Dealogic. (1) Dati riferiti al periodo gennaio – settembre.







