

Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari
“L’Italia fuori dalla crisi nel 2015?”

Crescita economica e finanziamento delle imprese

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d’Italia
Fabio Panetta

Roma, 27 gennaio 2015

1. La crisi e gli investimenti

Si stima che nel 2014 l'economia italiana abbia subito un'ulteriore contrazione, pur contenuta, disattendendo le previsioni dei maggiori organismi. Sul prodotto ha inciso il calo degli investimenti, a fronte di un moderato rialzo dei consumi delle famiglie e di un contributo positivo degli scambi con l'estero. Le proiezioni da noi pubblicate nel Bollettino Economico prima della decisione della BCE di avviare acquisti su larga scala di titoli pubblici prefiguravano un'espansione del PIL dello 0,4 per cento nel 2015 e dell'1,2 nel 2016.

La sfavorevole dinamica degli investimenti ha rappresentato sin dall'inizio della crisi un ostacolo alla crescita. Rispetto al picco del quarto trimestre del 2007, la spesa in beni capitali è oggi inferiore del 27 per cento e del 32 per la componente delle costruzioni; in rapporto al PIL la contrazione è di oltre quattro punti percentuali, dal 21,8 per cento nel 2007 al 17,5 nei primi nove mesi del 2014.

La ripresa degli investimenti è cruciale per il rilancio dell'economia. Secondo le nostre stime quest'anno e il prossimo il ritorno alla crescita si svilupperebbe in parallelo con il rafforzamento dell'accumulazione di capitale: la contrazione degli investimenti si assottiglierebbe fino ad annullarsi nel corso del 2015, lasciando il posto a una crescita nel 2016.

Nei mesi a venire gli investimenti e l'attività produttiva saranno sostenuti dal calo del prezzo del petrolio, dall'indebolimento del cambio, dalle condizioni monetarie espansive. L'accumulazione di capitale è però condizionata da timori circa lo scenario economico, legati anche all'acuirsi dei rischi geo-politici a livello internazionale. Gli indicatori di fiducia delle imprese rimangono deboli, nonostante il recente miglioramento; l'ultimo sondaggio Banca d'Italia-Il Sole 24 Ore presso le aziende industriali e di servizi rileva un diffuso atteggiamento di attesa, soprattutto nelle decisioni di acquisto di beni strumentali.

In una fase di incertezza elevata, una spinta all'espansione degli investimenti e del reddito dovrà derivare dalla prosecuzione del processo di riforma economica e istituzionale in atto nel nostro paese. Gli interventi decisi la scorsa settimana dal Consiglio direttivo della BCE contribuiranno in misura significativa a innalzare la crescita nel prossimo biennio; offrono ulteriori spazi per coniugare riforme e sviluppo.

Ma il ritorno a una crescita sostenuta richiede anche un adeguato sostegno finanziario al sistema produttivo. È essenziale proseguire l'impegno volto a conferire piena funzionalità al mercato del credito; vanno ampliate le opportunità di finanziamento per le imprese minori.

2. Il credito

Nel corso della crisi il flusso di credito all'economia si è a tratti inaridito, riflettendo sia il calo della domanda di prestiti connesso con la recessione, sia l'intonazione restrittiva dell'offerta da parte delle banche. Le tensioni finanziarie hanno colpito soprattutto le imprese, con ripercussioni negative su investimenti e crescita.

Il Consiglio direttivo della BCE è intervenuto a più riprese a sostegno del credito. Le operazioni triennali del 2011 hanno evitato che gli ostacoli alla raccolta bancaria all'ingrosso si traducessero in un razionamento generalizzato dei finanziamenti. Nel 2012 l'annuncio delle operazioni monetarie definitive (OMT) ha compresso i rendimenti dei titoli di Stato, contribuendo a ridurre il costo del credito a famiglie e imprese. L'estate scorsa sono state introdotte operazioni di rifinanziamento mirate (TLTRO), nelle quali l'offerta di liquidità alle banche è condizionata all'erogazione di prestiti all'economia; sono stati avviati acquisti di ABS e covered bonds. La decisione della scorsa settimana di effettuare acquisti su larga scala di titoli di Stato contribuirà anch'essa a sostenere la crescita e il credito, oltre che a scongiurare i rischi di deflazione.

In settembre la Banca d'Italia ha ulteriormente ampliato la gamma dei prestiti che gli intermediari possono utilizzare a garanzia delle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema, con modalità tali da incentivare il credito alle piccole e medie imprese. Le garanzie rese così disponibili favoriscono la partecipazione delle banche alle TLTRO.

Negli ultimi mesi le condizioni creditizie sono migliorate; i vincoli dal lato dell'offerta si sono attenuati. L'indagine sul credito condotta dalla Banca d'Italia indica per il quarto trimestre del 2014 un moderato allentamento dei criteri di erogazione dei prestiti e un calo dei margini sul costo dei finanziamenti. In novembre la contrazione dei prestiti al settore privato si era ridotta all'1,6 per cento sui dodici mesi, a fronte del -3,7 alla fine del 2013; dall'inizio del 2014 il tasso sui nuovi prestiti alle imprese e quello sui nuovi mutui alle famiglie sono diminuiti di 90 e 60 punti base, rispettivamente. Nella

fase attuale la dinamica dei prestiti è frenata soprattutto dalla debolezza della domanda da parte di famiglie e imprese, a sua volta legata alla sfavorevole congiuntura.

La normalizzazione delle condizioni di offerta non è però completa, né generalizzata. Il miglioramento riguarda soprattutto le aziende maggiori e quelle con solide condizioni di bilancio. Se si escludono le aziende che negli anni scorsi hanno fatto ampio ricorso al mercato obbligazionario (la cui domanda di credito bancario è influenzata dall'utilizzo di questa fonte di finanziamento), nel 2014 gli impieghi alle grandi imprese sono cresciuti di circa il 5 per cento, a fronte di un calo di oltre il 6 nel 2013. Nei mesi scorsi sono stati realizzati ingenti collocamenti di obbligazioni e numerose quotazioni di aziende italiane di medie e grandi dimensioni.

Le piccole e medie imprese (PMI) lamentano invece tuttora una carenza di credito. Secondo l'indagine mensile dell'Istat, la quota di aziende che non ottiene i prestiti richiesti è oggi del 14,5 per cento nella classe dimensionale con meno di 50 addetti, circa il doppio di quella relativa alle imprese più grandi. Il differenziale di interesse tra i crediti di ammontare inferiore a un milione di euro e quelli di importo superiore – che approssima il divario di costo sfavorevole alle PMI – rimane elevato, pari a 1,5 punti percentuali.

Queste tensioni residue riflettono le fragilità che ancora contraddistinguono un'ampia fascia di imprese. Il flusso netto degli impieghi caratterizzati da anomalie nei rimborsi è in calo ma rimane ingente e richiede alle banche di effettuare accantonamenti che assorbono la maggior parte dei profitti operativi.

Le banche stanno affrontando il problema dell'elevata consistenza di crediti deteriorati sia rafforzando le politiche di gestione e recupero, sia mediante cessioni in blocco di attività. Vi sono ancora spazi di miglioramento, soprattutto per le banche piccole e medie, finora meno soggette alla pressione dei mercati. Ma alla vigilia della ripresa congiunturale gli intermediari – e con essi l'intera economia italiana – hanno un forte interesse a rendere tale azione più rapida e incisiva, al fine di conferire trasparenza ai bilanci e di riattivare pienamente il circuito del credito. In questa fase gli strumenti ordinari potrebbero non essere del tutto adeguati, rendendo necessari interventi di sistema. La Banca d'Italia ha già sottolineato questa esigenza alcuni mesi fa, indicando come tali interventi possano liberare risorse da destinare al finanziamento della

domanda per consumi e investimenti¹. Quell'esigenza è oggi ancora più pressante; le possibili soluzioni vanno analizzate a fondo e se necessario attuate con rapidità.

Le tensioni nell'offerta di credito nei confronti di alcuni segmenti di clientela – soprattutto quella più rischiosa – potrebbero proseguire nei prossimi mesi, dato il ritardo con cui la ripresa congiunturale si riflette sulla qualità dei prestiti. Le banche stanno inoltre riducendo la dimensione dei bilanci in risposta alle pressioni di mercato per diminuire la leva finanziaria e all'inasprimento dei requisiti patrimoniali e di liquidità indotti dalle norme internazionali. Per le banche maggiori l'offerta di credito è inoltre condizionata dalle incertezze connesse con la transizione al sistema di vigilanza unica (SSM).

3. La finanza delle piccole e medie imprese

Non è sorprendente che il deterioramento delle condizioni macroeconomiche si sia ripercosso soprattutto sulle aziende minori, per loro natura più rischiose e meno trasparenti rispetto alle altre imprese e pertanto difficili da vagliare in condizioni di incertezza. Le PMI risentono inoltre delle debolezze della loro struttura finanziaria, caratterizzata da leva relativamente elevata, forte dipendenza dal credito bancario, bassa capacità di far ricorso al mercato. I debiti finanziari rappresentano il 54 per cento delle risorse finanziarie complessive (debiti finanziari e capitale proprio) a fronte del 45 per le altre imprese. Tra i debiti finanziari, i prestiti bancari costituiscono i due terzi del totale, contro poco più di un terzo per le imprese maggiori, mentre il peso delle obbligazioni è pressoché nullo (a fronte del 14 per cento per le altre aziende).

Queste debolezze limitano le scelte di investimento. Le imprese che nel sondaggio Banca d'Italia-II Sole 24 Ore danno giudizi positivi sull'accesso al credito e sulla posizione di liquidità pianificano anche un'espansione degli investimenti nel 2015; quelle con situazione finanziaria sfavorevole manifestano invece l'intento di ridurli.

L'elevato peso delle PMI nel sistema produttivo italiano, in termini sia di fatturato sia di occupazione, rende necessario e urgente ampliare le risorse a disposizione delle aziende minori.

¹ Si veda l'intervento del Governatore al 20° Congresso ASSIOM-FOREX (febbraio 2014).

4. Il sostegno finanziario alle imprese

Negli anni scorsi sono stati effettuati numerosi interventi per stimolare l'afflusso di credito e rafforzare la posizione di liquidità e la struttura finanziaria delle imprese, in particolare di quelle piccole e medie. L'attività del Fondo di garanzia per i crediti alle PMI è stata potenziata includendo nuove categorie di prenditori, permettendo di assicurare portafogli di prestiti ed emissioni di obbligazioni, ampliando i criteri di accesso alla garanzia. Gli interventi – saliti a oltre 50 miliardi nel periodo 2009-14, da 11 negli anni 2000-08 – hanno stimolato l'erogazione di credito.

Con il cosiddetto “decreto competitività”, la possibilità di finanziare direttamente le imprese è stata recentemente estesa alle società di assicurazione e ad altri intermediari, al fine di canalizzare verso il sistema produttivo una parte delle attività gestite da tali operatori.

Al fine di ovviare ai problemi di liquidità causati dai ritardi nei pagamenti dei debiti della pubblica amministrazione, nel periodo 2013-14 sono stati stanziati fondi per 56 miliardi e regolati, a partire dall'estate del 2013, pagamenti per 32,5 miliardi. In aggiunta a tali misure, la Cassa Depositi e Prestiti (CDP) ha reso disponibili alle banche 24 miliardi da destinare al finanziamento delle imprese; con il calo delle tensioni di liquidità, il ricorso a questo strumento è diminuito.

La legge di stabilità per il 2014 ha rafforzato gli incentivi fiscali alla capitalizzazione delle imprese introdotti nel 2011 secondo il modello dell'*allowance for corporate equity* (ACE)², annullando la convenienza fiscale del debito rispetto al capitale di rischio. Il decreto competitività del giugno scorso ha accresciuto ulteriormente gli incentivi per le imprese neo-quotate nei tre anni successivi all'ingresso in borsa.

La disciplina del 2012 che ha introdotto i cosiddetti minibond ha stimolato il ricorso delle imprese al mercato dei capitali. Fino alla fine del 2014 erano state effettuate settanta emissioni per un valore complessivo di 7,6 miliardi; la crescente partecipazione di imprese medie ha determinato una riduzione nel tempo dell'importo unitario dei prestiti, sceso a 30 milioni nel 2014. Quasi tutti gli emittenti di minibond non avevano mai collocato titoli sul mercato in precedenza.

² La norma consente di dedurre dal reddito imponibile un rendimento figurativo del capitale inizialmente fissato al 3 per cento e in seguito progressivamente aumentato al 4,75.

Nel complesso, le innovazioni messe in campo dal Governo hanno avuto effetti positivi, aumentando le risorse a disposizione delle imprese. I risultati stanno però emergendo con lentezza e non hanno eliminato i vincoli finanziari alle PMI.

Le misure potranno essere ampliate e i loro effetti rafforzati. Il Fondo per i crediti alle PMI potrebbe fornire garanzie su cartolarizzazioni e su finanziamenti concessi da assicurazioni e *credit funds*. La maggiorazione ACE per le imprese neo-quotate potrebbe essere estesa oltre i tre anni, al fine di controbilanciare i costi permanenti che, nella percezione degli imprenditori, si associano alla trasparenza indotta dalla quotazione. I pagamenti della pubblica amministrazione (PA) potrebbero accelerare grazie alla recente introduzione della fatturazione elettronica verso la PA e al ricorso ai fondi destinati dalla CDP all'acquisto di crediti a imprese ceduti a intermediari finanziari. È essenziale rendere le imprese pienamente consapevoli delle opportunità loro offerte: secondo nostre indagini, solo il 6,4 per cento delle aziende che hanno aumentato il patrimonio netto nel triennio 2012-14 segnalava gli sgravi fiscali dell'ACE tra le determinanti della decisione.

Gli interventi potrebbero risultare tuttavia insufficienti per garantire un adeguato sostegno alle imprese minori. Anche gli strumenti finanziari spesso citati a tale scopo incontrano in realtà ostacoli rilevanti.

Le cartolarizzazioni sono al centro di numerose iniziative a livello internazionale³. Esse permettono alle banche di cedere prestiti e di espandere il credito senza intaccare necessariamente il grado di capitalizzazione; possono facilitare la mobilitazione delle risorse di una ampia platea di investitori mantenendo la delicata fase di valutazione del merito di credito in capo alle banche. Lo sviluppo di un mercato delle cartolarizzazioni di prestiti alle PMI presenta tuttavia problemi considerevoli. L'eterogeneità delle caratteristiche di tali aziende, la difficoltà di valutarne i rischi idiosincratici e la durata spesso assai breve dei crediti ostacolano la formazione di portafogli standardizzati di prestiti, e quindi il collocamento e la circolazione dei titoli tra gli investitori. Le cartolarizzazioni di finanziamenti a PMI rappresentano una quota esigua del mercato anche nei paesi con lunga tradizione in questa forma di

³ Si veda il documento della BCE e della Bank of England “*The case for a better functioning of securitization market in the European Union*”, maggio 2014.

intermediazione; negli Stati Uniti ad esempio esse riguardano quasi esclusivamente crediti con garanzia statale⁴.

I collocamenti privati (*private placement*) costituiscono una modalità di finanziamento⁵ diffusa negli Stati Uniti, dove nel 2014 si sono registrate emissioni per circa 50 miliardi di dollari. Il loro sviluppo in Europa – oggi molto limitato – potrà beneficiare delle iniziative in corso sia presso la Commissione Europea sia da parte del settore privato al fine di definire una guida delle migliori prassi internazionali e una documentazione standardizzata per il mercato europeo. I *private placement* riguardano tuttavia per lo più aziende medie non in grado o non disposte a cedere informazioni sul proprio conto – anche in ragione del loro elevato valore commerciale – a una vasta platea di finanziatori.

Il finanziamento delle PMI rappresenta quindi un problema di non facile soluzione. Anche per tale motivo, molti paesi avanzati hanno adottato in tempi più o meno recenti un modello di sostegno alle imprese minori fondato sull'azione di “banche di sviluppo”: istituzioni pubbliche con autonomia finanziaria e patrimoniale, in grado di offrire un'ampia gamma di strumenti finanziari quali garanzie, agevolazioni, prestiti diretti o mediati dal sistema bancario, partecipazioni in fondi di capitale di rischio. La crisi ha dato un forte impulso alla nascita di queste istituzioni o all'espansione della loro attività, coinvolgendo volumi ingenti di capitali privati nel finanziamento delle PMI. In Germania, ad esempio, tra il 2007 e il 2013 le attività del Kreditanstalt für Wiederaufbau sono aumentate del 31 per cento (2,4 punti di PIL), con una raccolta di mercato pari a venti volte le risorse pubbliche utilizzate.

Di fronte all'acuirsi delle tensioni finanziarie si è inoltre affermata una tendenza alla concentrazione degli interventi in capo alle banche di sviluppo. In Francia nel 2012 è stata costituita la *Banque Publique d'Investissement* a seguito della razionalizzazione di diverse istituzioni attive nel sostegno alle PMI; nel 2014 nel Regno Unito è nata la

⁴ Cfr. G. Udell, *Some Thoughts on SME Access to Finance*, ECB Conference on SMEs' Access to Finance, dicembre 2014.

⁵ I *private placement* costituiscono una forma di indebitamento intermedia tra il credito bancario e le offerte pubbliche di obbligazioni. Sono collocati presso gruppi ristretti di investitori qualificati e presentano costi di emissione inferiori a quelli delle emissioni offerte al pubblico.

British Business Bank dalla fusione di più agenzie pubbliche. Irlanda, Grecia e Portogallo hanno costituito le proprie banche di sviluppo nel 2014⁶.

Al contrario di quanto si è osservato in altri paesi, in Italia l'accresciuto intervento a sostegno delle condizioni finanziarie delle imprese, in particolare quelle più piccole, non si è sviluppato all'interno di un quadro organico. Le misure messe in campo dai diversi governi sono state affidate a enti o soggetti operanti in maniera talora indipendente gli uni dagli altri; una tale frammentazione può aver ostacolato un efficiente utilizzo dei diversi strumenti da parte delle imprese. In prospettiva andrà valutata con attenzione, anche da noi, l'opportunità di una razionalizzazione degli aiuti pubblici secondo i modelli prevalenti negli altri maggiori paesi, al fine di accrescere l'efficacia delle misure a sostegno delle PMI.

5. Conclusioni

Il sistema bancario sta rispondendo al contesto congiunturale. La disponibilità di credito è in moderato miglioramento, il costo dei finanziamenti è in calo. Il quadro macroeconomico e finanziario resta tuttavia fragile. Tensioni politiche e finanziarie possono tornare a minacciare la stabilità dei mercati dell'area dell'euro. In Italia la congiuntura migliora con lentezza; il rischio di credito è in calo ma rimane elevato.

Le misure espansive della BCE, gli acquisti su larga scala di titoli pubblici decisi nei giorni scorsi sono volti a riportare l'inflazione in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Se accompagnate da progressi nel processo di riforma economica e istituzionale – sia nel nostro paese, sia nell'area dell'euro – esse contribuiranno in misura significativa al rilancio dell'economia reale.

Il ritorno alla crescita, l'abbassamento degli oneri per interessi contribuiranno a risollevarne la redditività delle imprese e a migliorarne il merito di credito. Gli intermediari dovranno accompagnare la ripresa della domanda di prestiti mantenendo un fermo controllo dei rischi, in particolare quelli creditizi, e un adeguato grado di capitalizzazione. In questa fase, d'altra parte, un inasprimento eccessivo e generalizzato dei requisiti di capitale e di liquidità per le banche rischierebbe di frenare l'offerta di credito e di ridurre l'impatto delle misure espansive di politica monetaria, allontanando

⁶ Istituzioni di questa natura esistono anche negli Stati Uniti (lo *Small Business Lending Fund*, istituito negli anni della crisi, e la *Small Business Administration*) e in Spagna (*Instituto de Crédito Oficial*).

la ripresa economica. Aumenterebbero in questo caso, insieme a quelli macroeconomici, i rischi sostenuti dal sistema finanziario, con un esito opposto a quello desiderato.

Gli interventi pubblici a sostegno del finanziamento delle imprese piccole e medie stanno avendo effetti positivi ma non le hanno liberate dai vincoli finanziari. Vi sono ampi spazi per rafforzare le misure, per renderle più incisive. Ma gli interventi potranno risultare efficaci solo se le imprese contribuiranno anch'esse a creare le condizioni per attrarre risorse conferendo trasparenza ai bilanci, aprendosi al vaglio di soggetti esterni; soprattutto, rafforzando la dotazione di capitale. Per conquistare il sostegno degli intermediari e dei risparmiatori gli imprenditori dovranno mostrare essi stessi, per primi, fiducia nelle prospettive della propria azienda.

