

COMMISSIONE VI
FINANZE

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

6.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 16 OTTOBRE 2013

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE DANIELE CAPEZZONE

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Barbanti Sebastiano (M5S)	9
Capezzone Daniele, <i>Presidente</i>	3	Causi Marco (PD)	10
INDAGINE CONOSCITIVA SUGLI STRUMENTI FISCALI E FINANZIARI A SOSTEGNO DELLA CRESCITA, ANCHE ALLA LUCE DELLE PIÙ RECENTI ESPERIENZE INTERNAZIONALI		Gobbi Giorgio, <i>Sostituto Capo servizio della segreteria tecnica per l'eurosistema e la stabilità finanziaria della Banca d'Italia</i> ...	3, 11
Audizione del Sostituto Capo servizio della segreteria tecnica per l'eurosistema e la stabilità finanziaria della Banca d'Italia, Giorgio Gobbi:		Paglia Giovanni (SEL)	10
Capezzone Daniele, <i>Presidente</i>	3, 9, 11, 13	Pelillo Michele (PD)	10
		Pesco Daniele (M5S)	11
		ALLEGATO: Documentazione depositata dal dottor Giorgio Gobbi	15

N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: Partito Democratico: PD; MoVimento 5 Stelle: M5S; Il Popolo della Libertà - Berlusconi Presidente: PdL; Scelta Civica per l'Italia: SCpI; Sinistra Ecologia Libertà: SEL; Lega Nord e Autonomie: LNA; Fratelli d'Italia: FdI; Misto: Misto; Misto-MAIE-Movimento Associativo italiani all'estero-Alleanza per l'Italia: Misto-MAIE-ApI; Misto-Centro Democratico: Misto-CD; Misto-Minoranze Linguistiche: Misto-Min.Ling; Misto-Partito Socialista Italiano (PSI) - Liberali per l'Italia (PLI): Misto-PSI-PLI.

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
DANIELE CAPEZZONE

La seduta comincia alle 14.15.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso e la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati.

Audizione del Sostituto Capo servizio della segreteria tecnica per l'eurosistema e la stabilità finanziaria della Banca d'Italia, dottor Giorgio Gobbi.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali, l'audizione del dottor Giorgio Gobbi, Sostituto Capo servizio della segreteria tecnica per l'eurosistema e la stabilità finanziaria della Banca d'Italia, accompagnato dal dottor Finaldi Russo e dal dottor Bargellini.

Ringrazio il dottor Gobbi e, per suo tramite, la Banca d'Italia che partecipa a questa nostra indagine conoscitiva. Abbiamo individuato, settimana dopo settimana, alcuni possibili percorsi di lavoro. Anche ai nostri ospiti di oggi chiediamo, in un tempo contenuto, di scattare una fotografia e di suggerire alcune piste possibili di lavoro e d'iniziativa.

Do la parola al dottor Gobbi per la sua relazione.

GIORGIO GOBBI, *Sostituto Capo servizio della segreteria tecnica per l'eurosistema e la stabilità finanziaria della Banca d'Italia*. Buon pomeriggio a tutti e grazie per aver permesso alla Banca d'Italia di contribuire a quest'indagine, che riguarda temi molto rilevanti, sia per la fase molto delicata che sta attraversando l'economia del nostro Paese, sia, in prospettiva, per costruire un sistema finanziario e un sistema di finanza d'impresa più solidi e meno soggetti ai problemi che abbiamo sperimentato in questi anni.

Credo che sia stata distribuita la documentazione che abbiamo consegnato. La ripercorrerò a grandi linee, poiché sarebbe molto noioso se mi mettessi a leggere e ciò non faciliterebbe il confronto e il dibattito.

In questi mesi pare che finalmente si registri qualche segnale di ripresa, seppure debole e incerto, dopo un lungo ciclo negativo, cominciato nell'autunno del 2008, con una breve interruzione nella seconda parte del 2010, una ripresa molto modesta, e una nuova severissima recessione avviatasi alla metà del 2011. Ci sono segnali che indicherebbero un arresto della caduta della produzione e negli ultimi mesi dell'anno potremmo avere un'inversione di tendenza con segno positivo, seppure davanti a una cifra molto modesta, nella crescita e dovremo cercare di costruire le condizioni affinché nel 2014 questa ripresa prenda piede.

La ripresa ha importanti ricadute sulla finanza d'impresa, per due ragioni fondamentali. La prima è che in questi lunghi anni le risorse interne alle imprese, ossia il fatturato e la redditività, sono scesi a valori molto bassi. Le risorse generate internamente alle nostre imprese sono una

delle fonti principali con cui è finanziata la loro attività, sia la produzione, sia gli investimenti.

Una stabilizzazione dei livelli di produzione e un ritorno alla crescita contribuiranno ad alleviare le tensioni. La ripresa contribuirà anche a ridurre l'incertezza che c'è sulla situazione dell'impresa, che si traduce in un forte rischio di credito.

Dal 2008 a oggi abbiamo avuto, in diverse fasi, restrizioni nell'offerta di credito, che hanno accentuato la dinamica negativa dei finanziamenti alle imprese. Il calo nelle consistenze dei finanziamenti alle imprese, che si osserva da novembre dello scorso anno, è in larga parte dovuto alla riduzione della domanda da parte delle imprese, per le quali le esigenze finanziarie delle imprese sono diminuite di pari passo con gli investimenti. Vi ha contribuito anche un'offerta di credito che si è fatta più scarsa e più selettiva, soprattutto rispetto agli anni precedenti la crisi, quando, invece, le disponibilità di finanziamenti provenienti dalle banche per le imprese erano particolarmente abbondanti.

A costo di essere un po' pedante e didascalico, vorrei precisare i diversi canali attraverso i quali si produce un irrigidimento dell'offerta di credito. Ci sono almeno tre cause: una deriva dal fatto che le banche sono intermediari, ossia prestano fondi che qualcun altro presta loro. Quando hanno difficoltà a reperire fondi, hanno anche difficoltà a fare prestiti, come è successo alla fine del 2008 e, soprattutto, nella seconda metà del 2011.

Le banche italiane finanziano i prestiti con i depositi e le obbligazioni che collocano presso le famiglie e, per una parte rilevante, anche con la cosiddetta «raccolta all'ingrosso», formata da obbligazioni collocate sui mercati internazionali e prestiti che ricevono dalle banche di altri Paesi.

Nei momenti più acuti della crisi, a cavallo tra il 2008 e il 2009, i mercati internazionali dei capitali si sono «inarditi» (così si dice in gergo), ossia è venuta

meno l'offerta. Lo stesso è successo nella seconda parte del 2011, conseguentemente alla crisi del debito sovrano.

Questi problemi sono stati affrontati con le operazioni di politica monetaria della Banca centrale europea e delle banche centrali dell'eurosistema. Nell'ambito dei margini di discrezionalità consentiti dal Consiglio direttivo della BCE, la Banca d'Italia ha fatto la sua parte, rendendo più favorevoli i criteri di accettazione delle garanzie offerte dalle banche che richiedono prestiti.

Una volta superati i gravi problemi di liquidità — particolarmente acuti nella parte finale del 2011, quando nell'arco di due mesi i prestiti alle imprese sono diminuiti di 20 miliardi — gli effetti cumulati delle recessioni che si sono succedute hanno innescato un secondo meccanismo di restrizione dell'offerta del credito, quello del rischio. Una parte delle imprese non è più stata in grado di ripagare i propri debiti. Attualmente sono circa il 22 per cento i prestiti alle imprese che non sono esigibili: si trovano in sofferenza, oppure sono immobilizzati in situazioni di patologia meno grave.

Ciò significa che una parte consistente delle risorse rimane bloccata in prestiti che non vengono restituiti, a fronte dei quali emergono delle perdite. Quando un prestito non viene restituito, la banca deve prudentemente fare degli accantonamenti, perché ci sono delle perdite potenziali. Questo significa che si abbatte il rendimento di quel prestito e lo si rende poco conveniente. Per quanto siano bassi i costi della provvista, le perdite sui prestiti incidono comunque negativamente sul conto economico.

La grande incertezza sulla capacità delle imprese di ripagare debiti è l'elemento che ha irrigidito l'offerta di credito e ha reso molto difficile l'accesso ad esso per le imprese nel corso del 2012 e costituisce ancora adesso un freno. Questi sono i problemi contingenti dell'accesso al credito, che si sono innescati su alcune debolezze strutturali del sistema della finanza d'impresa in Italia. Essi sono sostanzialmente due: la prima è che, rispetto

agli altri Paesi con i quali ci confrontiamo, le imprese italiane hanno livelli di debito in rapporto al patrimonio più elevati. Considerando il patrimonio ed i debiti finanziari, che sono le fonti di finanziamento dell'attività di impresa, la quota dei debiti in Italia è pari al 48 per cento. Nell'area dell'Euro è mediamente il 42 per cento, con variazioni tra i Paesi. In quelli che consideriamo avere economie più forti, come Germania e Francia, questo rapporto è più basso. Se volessimo mantenere i bilanci delle imprese immutati e volessimo portare il nostro rapporto al livello medio dell'area dell'Euro, dovremmo trasformare 150-160 miliardi di debiti in capitale.

Questa è una prima debolezza, perché il patrimonio è il primo baluardo per far fronte alle perdite. Un'impresa che ha un livello di patrimonializzazione elevato è molto più robusta e in grado di assorbire un calo dell'attività produttiva o una fase avversa del ciclo economico rispetto a un'impresa che ha debiti più elevati.

La seconda caratteristica, su cui avete discusso ampiamente durante le audizioni precedenti, è che le imprese italiane hanno, come fonte di finanziamento esterna quasi esclusiva, i prestiti concessi dalle banche. Questo dipende da una varietà di ragioni, che non è necessario ripercorrere in questa sede, tra cui la quota più elevata di piccole e medie imprese rispetto agli altri Paesi e la maggiore diffusione delle aziende a conduzione familiare.

Comunque sia, questo innesca meccanismi non certo virtuosi durante le recessioni. Infatti, come ho prima ricordato, un numero rilevante di imprese non riesce a pagare i propri debiti, e questo indebolisce i bilanci delle banche, che, a loro volta, incontrano difficoltà a erogare nuovo credito. Anche in questo caso, le differenze tra l'Italia e gli altri Paesi europei sono abbastanza rilevanti e significative.

Un ultimo elemento che può portare ad un irrigidimento del credito, frequentemente citato, il quale però in questa fase ha avuto effetti minori, è che le banche non prestano, perché, per farlo, hanno

bisogno di capitali propri. La regolamentazione impone vincoli patrimoniali alle banche per evitare che anch'esse entrino in difficoltà. Al di là di casi specifici, da considerare singolarmente, per gran parte del periodo considerato, i requisiti di patrimonio sono stati rafforzati per l'azione della vigilanza, ma le banche sono riuscite sempre ad accrescere il capitale. Non hanno distribuito utili e hanno raccolto capitali sul mercato dove è stato possibile.

Questo è stato il vincolo che finora ha frenato di meno l'espansione dei crediti. Forse inciderà maggiormente con la ripresa dell'attività economica, quando ci sarà una crescita di domanda di finanziamenti, ma questo è un problema che si affronterà quando si porrà.

Che fare, di fronte alla situazione attuale? Molto è stato fatto. Bisogna dare atto che, nel corso degli anni, le misure prese sono state diverse, e soprattutto d'impatto rilevante.

Quali sono gli strumenti d'intervento per i problemi legati alla particolare durezza della fase ciclica sperimentata e quali sono invece gli strumenti che potremmo pensare per un percorso, che consideriamo desiderabile, di aggiustamento di medio periodo? Di fronte ai rischi di liquidità, gli strumenti di politica monetaria hanno costituito un intervento significativo e tuttavia rimangono dei rischi a medio termine. Infatti, benché si sia ridotta la quota di prestiti che è finanziata con raccolta all'ingrosso, la raccolta al dettaglio è ancora inferiore al volume complessivo dei prestiti. Nonostante per le banche italiane sia ancora molto difficile accedere ai mercati internazionali, il problema della liquidità è stato affrontato con strumenti appropriati.

Il problema principale è, invece, la rischiosità. Si tratta di un problema complicato sotto molti punti di vista. È molto difficile valutare il merito di credito in una situazione di calo continuato della produzione, individuare quali settori e quali aree del Paese usciranno prima dalla crisi. Lo strumento utilizzato, non solo in Italia, ma

in gran parte degli altri Paesi, per far fronte al rischio di credito è costituito dalle garanzie.

In Italia uno strumento ha funzionato in modo efficace: il Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese, sulla cui attività immagino sarete informati meglio di noi. Per segnalare quanto sia rilevante il problema della ricerca di una protezione dal rischio (è ciò che fa il Fondo centrale di garanzia), ricordo che, nei primi sei mesi di quest'anno, il Fondo ha garantito 35.000 operazioni di finanziamento, un numero consistente, più elevato di quello registrata in analoghi archi temporali negli anni scorsi.

Ovviamente, anche per la salute delle finanze dello Stato, questo fondo non può coprire tutti, però è uno strumento importante, che ha funzionato e che ha trovato un complemento nei Confidi, laddove questi sono riusciti ad operare, anche se la loro situazione si è fatta via via più difficile con il decorso della crisi.

Ci sono state altre iniziative, promosse dalle autorità, ma in cui quest'ultime hanno avuto un ruolo di promozione. Mi riferisco alle cosiddette « moratorie », che sono accordi tra le parti, cioè tra l'Associazione bancaria italiana (ABI) e le rappresentanze degli imprenditori. Ciò ha consentito di riscandenzare il debito, ossia di posporre il rimborso delle quote in conto capitale di un segmento importante di prestiti. Anche questi accordi hanno rappresentato una boccata d'ossigeno per le imprese che erano a corto di liquidità.

Inoltre, sono stati stanziati dei fondi dalla Cassa depositi e prestiti per finanziare le banche a tassi calmierati per finanziare le piccole e medie imprese. Questo strumento ha funzionato prevalentemente nei periodi in cui c'erano tensioni dal lato della liquidità delle banche. È stato un complemento alla politica monetaria. Ultimamente questi fondi continuano a funzionare, ma la loro attrattività si sta riducendo.

Infine, ci sono tutte le misure, che voi ben conoscete, per i rimborsi dei debiti della pubblica amministrazione, che hanno rappresentato una notevole inie-

zione di liquidità. Secondo i dati del Ministero dell'economia e delle finanze, si tratta di circa 11 miliardi già erogati.

La Banca d'Italia periodicamente conduce un sondaggio congiunturale presso le imprese. Stiamo elaborando i dati che saranno pubblicati sul nostro Bollettino Economico, che sarà diffuso domani. I benefici dei pagamenti sono significativi. Le imprese che hanno ricevuto i fondi li hanno utilizzati per pagare debiti commerciali, reimmettendoli quindi nel circuito delle imprese, o per pagare i dipendenti, nel caso ci fossero arretrati, insomma per finanziare altre forme di capitale circolante, e, in parte forse più contenuta, per gli investimenti, il cui livello è ancora abbastanza modesto. Questo però è un segnale d'iniezione di liquidità.

Quelli sinora richiamati sono tutti strumenti di « terapia intensiva », cioè di sostegno di emergenza alle imprese. Le informazioni che abbiamo sull'utilizzo di questi strumenti ci dicono che essi hanno fornito un sostegno significativo. Le quantificazioni sono sempre difficili, perché i dati provengono da fonti diverse, però si può pensare che l'ammontare complessivo di liquidità che è arrivata alle imprese dal 2008 a oggi sia nell'ordine di 65-70 miliardi, escludendo i rimborsi dei debiti della pubblica amministrazione.

I problemi tenderanno a mitigarsi quando la ripresa guadagnerà momento. Allora le imprese saranno in grado di ripagare i loro debiti, e quindi si ridurrà il macigno del rischio di credito; le banche potranno ridurre gli accantonamenti che, a fronte del rischio di perdite, nel 2012 e nei primi sei mesi di quest'anno, hanno praticamente assorbito l'intera redditività operativa.

Tuttavia, siccome questi progressi saranno lenti, probabilmente le misure a sostegno dovranno rimanere in funzione ancora per un po' di tempo. Infatti, da notizie di stampa, apprendiamo che si sta discutendo di rifinanziare in maniera consistente il Fondo di garanzia nella legge di stabilità. Nel cosiddetto « decreto del fare » (decreto-legge n. 69 del 2013) sono stati

introdotti dei cambiamenti e i regolamenti attuativi sono in fase di approvazione.

Qual è, invece, la strategia nel medio termine? Cosa può rendere le imprese italiane meno vulnerabili, nella loro struttura finanziaria, alle fasi negative del ciclo, e più attrezzate a reagire? Innanzitutto è necessario più patrimonio. Sembra una ricetta facile, ma non lo è. Ci sono due ragioni, comunque, per procedere su questa strada. In primo luogo, come ho già detto, ciò rende le imprese più robuste per assorbire gli *shock*.

C'è poi una seconda ragione che ha a che fare con la crescita, che è esattamente l'oggetto di questa indagine conoscitiva. Dal confronto di esperienze tra imprese che operano in diversi Paesi, in diversi contesti istituzionali e con diverse dimensioni, vi è ormai una discreta evidenza che l'attività d'investimento in ricerca e innovazione - ossia nelle attività che hanno più probabilità di innescare meccanismi di crescita - viene finanziata dalle imprese con risorse patrimoniali proprie. Difficilmente gli investimenti di questo tipo sono realizzati facendo ricorso al debito, perché le attività d'innovazione, che hanno possibilità di avere alti rendimenti, hanno anche alti rischi, e il contratto di debito non è ottimale per finanziare queste attività.

Riassumendo, imprese meglio capitalizzate hanno maggiori possibilità, non solo di resistere agli *shock* del ciclo economico, ma anche d'intraprendere attività innovative.

La seconda questione è facilitare la diversificazione delle fonti di debito da quella bancaria. Sono già state prese diverse misure, e mi pare che ne siano allo studio altre che vanno in questa direzione.

Uno dei motivi per cui le imprese italiane hanno avuto propensione ad utilizzare maggiormente il debito, rispetto al patrimonio, come fonte di finanziamento, è la convenienza fiscale. Gli interessi passivi sui debiti sono deducibili fiscalmente, mentre il reddito generato dal patrimonio dell'impresa non lo è.

La cosiddetta «ACE» (Aiuto alla crescita economica) ha ridotto questo squilibrio.

Secondo calcoli fatti dall'ISTAT, esso si è ridotto in misura significativa, ma in parte permane, e mi pare di capire che nella legge di stabilità si prevedano ulteriori interventi.

Anche da studi comparati a livello internazionale, emerge che in sistemi fiscali in cui lo svantaggio del patrimonio rispetto al debito è minore, le imprese sono capitalizzate. Se siete interessati, troverete evidenze statistiche robuste e qualche studio internazionale citato nel testo della relazione.

Ci sono state altre misure che apparentemente sembrano funzionare e che probabilmente hanno bisogno di essere valutate con più tempo e più approfonditamente. Una di queste è il Fondo Italiano di Investimento, un fondo di *private equity*, che investe direttamente nel capitale delle imprese. È stato istituito qualche anno fa, sta operando e sta utilizzando le risorse.

Se il metro di giudizio sull'efficacia dello strumento è la quantità di risorse utilizzate, il giudizio è positivo, ma c'è bisogno di una valutazione dell'efficacia con cui esse sono state utilizzate. Qualora, dalle verifiche, emergesse un giudizio positivo, questa sarebbe un'altra strada che potrebbe essere utilizzata, e soprattutto estesa. Siccome il Fondo Italiano di Investimento opera prevalentemente con imprese medie e medio-grandi, si potrebbe valutare la sua efficacia anche con imprese di dimensioni più piccole.

Sulla questione del debito, gli strumenti sono più complessi. Tendenzialmente, la capacità di emettere titoli sul mercato è notevolmente maggiore per le imprese quotate, che in Italia però sono molto poche. Abbiamo un rapporto tra le capitalizzazioni di borsa del settore non finanziario e il PIL che è assai inferiore rispetto a quello dei paesi con cui solitamente ci confrontiamo.

È un annoso problema, che bisogna affrontare di nuovo. Il numero contenuto di imprese quotate non dipende solo dal fatto che abbiamo molte piccole imprese. Esiste una platea di medie imprese con dimensioni e caratteristiche non troppo diverse dalle analoghe imprese francesi, ad

esempio, che sono quotate in borsa. Non abbiamo evidenze di costi di quotazione che siano significativamente più elevati in Italia. Il problema deriva con tutta probabilità dai costi della trasparenza per accedere al mercato. Chi non si quota si preclude il mercato delle emissioni pubbliche di titoli.

Quello che abbiamo visto nell'ultimo anno e negli ultimi mesi, invece, è un forte interesse per le emissioni delle imprese non quotate (il cosiddetto « *private placement* »). Tenzialmente sono strumenti di finanziamento costosi. Sono più costosi del credito bancario. Ciò nonostante, un numero elevato di imprese vi ha fatto ricorso. Soprattutto abbiamo una trentina di nuove imprese che hanno fatto ricorso al mercato obbligazionario e che non l'avevano fatto negli anni precedenti.

C'è stato, inoltre, un incentivo fiscale all'investimento nei cosiddetti « *minibond* ». Per ora le emissioni di *minibond* non sono state tanto « mini »: i collocamenti di obbligazioni che si sono avvalsi di questo programma sono stati tendenzialmente di dimensioni piuttosto grandi. Da un lato, ci può essere un problema legato ai parametri previsti dalle norme e dai regolamenti; dall'altro, l'accesso al mercato obbligazionario è molto difficile per imprese più piccole, perché gli investitori richiedono liquidità degli strumenti e ci sono costi fissi che rendono poco convenienti le emissioni di importo limitato.

C'è stato un interesse molto diffuso per nuovi strumenti, come i *credit funds*, che sono fondi d'investimento specializzati destinati al credito. In tutta onestà, è ancora difficile capire quali potenzialità possano avere questi strumenti. Da un lato, ci sono genuine opportunità, soprattutto per alcuni segmenti della finanza d'impresa. Penso ai prestiti a medio e lungo termine a imprese, di non piccolissime dimensioni, che possono aprirsi al mercato e alle valutazioni di investitori esterni, ma non vogliono sopportare i costi interi della quotazione in borsa. C'è quindi un mercato: quanto esso sia grande è difficile valutarlo.

Va ricordato però che, almeno numericamente, se non quantitativamente, la grande maggioranza dei prestiti alle piccole e medie imprese italiane sono prestiti non standardizzati, di importo contenuto. Sono prestiti concessi in forme che mal si prestano a investimenti di operatori non bancari; pensiamo alle linee di credito per lo sconto di effetti o alle linee di credito in conto corrente. Riguardo a queste forme, gli investitori esterni alle banche hanno delle difficoltà.

I fondi di credito e gli altri strumenti innovativi che si stanno affacciando sui nostri mercati hanno origine in contesti istituzionali molto diversi dal nostro — ad esempio, quello degli Stati Uniti — e, nei luoghi di origine, sono destinati a finanziare le imprese con profili di rischio troppo elevati per essere finanziate dalle banche. Un loro trapianto nel nostro sistema, quindi, può non essere immediato, richiede tempo e assestamenti; ciononostante, valuteremo con attenzione la loro evoluzione.

L'ultimo tema sul quale vorrei soffermarmi è l'esistenza, anche a livello europeo, di piani, progetti e programmi a sostegno della finanza delle piccole e medie imprese; l'apporto di risorse europee su questo versante è importante, perché consente di avere un *pooling* più ampio dei rischi e di mettere a disposizione maggiori risorse. Al momento, la specificità degli strumenti è ancora da definire, in fase di studio, ma le condizioni dei diversi Paesi, sia per il momento congiunturale, sia in termini strutturali, sono molto diverse. Regole comuni per accedere a questi fondi potrebbero risultare più penalizzanti per alcuni Paesi, soprattutto per quelli che vengono da periodi recessivi più duri.

La mia relazione è stata probabilmente più lunga di quanto previsto, quindi mi avvio alla conclusione, osservando come i problemi del credito possano essere distinti, almeno concettualmente, in due grandi categorie. La prima riguarda i problemi immediati, ovvero quelli di dare sostegno alle imprese in una fase ciclica molto difficile, dalla quale non siamo ancora usciti; su questo punto abbiamo la

necessaria batteria di strumenti, che si possono certamente migliorare e affinare, ma mi pare che sia stato già fatto molto lavoro in questo senso. Anche la direzione verso la quale muovere nel medio termine mi sembra ormai chiara e condivisa, ovvero quella di avere imprese che siano più patrimonializzate e che abbiano una struttura finanziaria più adatta a sostenere progetti ad alto potenziale di crescita; anche su questo ci sono già strumenti in atto.

Rimane, invece, più difficile affrontare i problemi relativi alla diversificazione delle fonti di finanziamento: c'è una fase di sperimentazione del mercato in atto. Il problema è che, se le piccole imprese si finanziano presso le banche, la ragione è che le banche hanno delle competenze specifiche per finanziare le piccole imprese difficili da replicare da altri intermediari; questo è un campo, però, in rapida evoluzione, per cui dovremo valutare con attenzione quello che succederà.

In conclusione, vorrei notare come nelle passate legislature i programmi di intervento per le imprese siano stati spesso denotati da una grande frammentarietà di iniziative; sto pensando, ad esempio, alle numerose risorse pubbliche che, nel corso degli anni, sono state destinate a fondi di *venture capital*, senza che mai ci fosse la possibilità di valutare ciò che funzionava e ciò che, in realtà, non funzionava.

Le risorse pubbliche sono scarse e le difficoltà di questo periodo lo testimoniano; quindi, se una parte di esse sono utilizzate per politiche di sostegno alle imprese, occorre che ci siano programmi per valutarne l'efficacia. Ciò è ancor più necessario dal momento che, *a priori*, per molti di questi strumenti, non abbiamo certezze rispetto al loro funzionamento. È necessario, quindi, prevedere procedure di monitoraggio, fissare scadenze e individuare strumenti quantitativi per valutare quello che effettivamente funziona e quello che non funziona. Vi ringrazio.

PRESIDENTE. Grazie per questa esposizione e per l'indicazione di alcuni percorsi. Abbiamo poco tempo per il dibattito,

sufficiente per alcune domande veloci ed eventuali veloci risposte.

Do, quindi, la parola agli onorevoli colleghi che intendano intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

SEBASTIANO BARBANTI. Ringrazio il dottor Gobbi perché ha svolto una chiara, sintetica ed esaustiva illustrazione del quadro italiano del credito, e non era certo facile. Il credito dipende soprattutto, come sappiamo, dal capitale e dalla liquidità. Rispetto ai capitali, ci siamo mossi con tutte le garanzie che lei ha perfettamente illustrato; riguardo alla liquidità, ci ha pensato anche la BCE, tramite la *long term refinancing operation* (LTRO), sebbene la *duration* media dei prestiti non si confaccia esattamente a quella tipica dei crediti italiani.

Penso, quindi, a quali altre eventuali azioni si possano mettere in campo per migliorare, in particolare, l'aspetto del capitale, e anche quello della liquidità. Ben venga, ad esempio, la detrazione su un arco di cinque anni fatta per le svalutazioni. Mi chiedo se un'altra misura che potremmo adottare non possa essere quella di allineare finalmente il trattamento dei *non performing loan* anche a livello europeo; abbiamo visto, a più riprese, soprattutto in questi periodi, che ci porterebbe quattro punti percentuali al di sotto del livello attuale rispetto ai crediti e, quindi, anche potrebbe servire a liberare ulteriore capitale, che potrebbe essere sbloccato per gli impieghi.

Inoltre, sappiamo che le banche, soprattutto medio-piccole, sono quelle che più hanno dato credito e sono state più vicine alle imprese in questo ultimo periodo di crisi; tuttavia, si tratta di banche che stanno pagando un po' troppo il costo in termini di *compliance* normativa. Lo pagano, soprattutto, in termini di conto economico, perché questo aggrava i costi e sappiamo che meno utile significa meno patrimonio, in particolar modo per queste banche che vivono soprattutto di autopatrimonializzazione e di autofinanziamento.

A tale riguardo, mi chiedevo se, da un lato, si potesse applicare con maggior

forza il criterio di proporzionalità, soprattutto in sede di ispezione di queste banche, o addirittura agire a livello europeo con la creazione di una sorta di *double rule book*, per quanto riguarda l'emanazione delle direttive, alla stregua di come si sta facendo, mi sembra, in America.

Altro motivo per cui le banche non hanno erogato molto credito all'economia reale è perché forse è convenuto loro, sia in termini di rischio/rendimento, sia in termini di capitale, viste le ponderazioni di Basilea, investire in economia finanziaria. A questo punto, vorrei capire in che modo possiamo disincentivare l'economia finanziaria o incentivare gli investimenti in economia reale, se mai fosse il caso, quindi fissando limiti, dettando delle norme o dando delle impostazioni alle banche, per far sì che possa essere incentivato un maggior finanziamento all'economia reale.

GIOVANNI PAGLIA. Sarò molto rapido poiché non ho, in realtà, una domanda da porre, ma una considerazione che vuole essere anche un invito nei confronti della Commissione.

Ringrazio molto il dottor Gobbi per la relazione, che finalmente forse ci aiuta a superare uno strabismo diffuso nel dibattito in questa Commissione e anche nel dibattito pubblico italiano, per cui sembra che il problema del *credit crunch* dipenda solo dal sistema bancario e non dal sistema nel suo insieme.

Mi pare di aver capito dalla relazione — come del resto sono da sempre convinto — che il problema in Italia sia sì che le banche hanno minore difficoltà a erogare il credito, ma soprattutto che esse hanno a che fare con un sistema d'impresa afflitto da un problema molto serio di sottocapitalizzazione e, aggiungo, anche di trasparenza dei bilanci. Io temo, infatti, che se le medie imprese italiane hanno meno abitudine a utilizzare il canale della quotazione in borsa sia anche per questo, sia in termini di regole di *governance*, sia in termini di trasparenza di bilanci a cui dovrebbero sottoporsi nel caso decidessero di sottoporsi al controllo della Consob.

Questo problema, però, non lo risolveremo mai, né con i fondi di garanzia, né lo risolveremo aumentando la disponibilità che le banche immettono nel sistema. Temo, inoltre, che sia irrisolvibile sul lungo periodo, perché non si può chiedere al sistema bancario di continuare a « pompare denaro » se il tasso di sofferenza è del 22 per cento e non si può chiedere allo Stato di continuare a farsi garante di un sistema che ha un 22 per cento di tasso di sofferenza. Può andare bene come meccanismo tampone, tanto più se è vero il dato che ci veniva riferito — ed è vero — anche in termini di investimenti in ricerca e in crescita che le imprese sottocapitalizzate non fanno; anche questo, dal mio punto di vista, è un problema della deindustrializzazione del Paese.

In conclusione, credo che anche questa Commissione, la quale finora ha affrontato il tema solo ed esclusivamente dal punto di vista di come riattivare il credito bancario — anche l'ultimo intervento va in quella direzione — dovrebbe invece, per compiere un lavoro serio, preoccuparsi anche e soprattutto dell'altro canale e vedere in termini fiscali (qualche suggerimento ci è stato anche fornito) come si possa intervenire per rafforzare le imprese italiane, non per liberare esclusivamente credito, misura che non serve a nulla.

MICHELE PELILLO. Grazie per la relazione. La mia sarà una domanda secca.

Dottor Gobbi, lei ci ha riferito la percentuale del 22 per cento, relativamente alle sofferenze del sistema bancario. Non so a quale periodo si riferisca questo dato. Vorrei sapere se la manovra di pagamento dei debiti della pubblica amministrazione abbia già inciso sulle sofferenze bancarie, diminuendo quel 22 per cento, e in prospettiva, quando sarà completato il piano di pagamento dei debiti, in quale misura potrà incidere.

MARCO CAUSI. Anche io vorrei porre alcune domande secche.

In primo luogo, quando ero un giovane studente di economia, negli anni Settanta, una delle nozioni che ci facevano studiare

i nostri maestri era il teorema di Modigliani-Miller. Non so se sia una domanda troppo teorica, ma vorrei sapere perché quel teorema non vale più. Non vale più perché è cambiato il mondo, o perché questa è una conseguenza della debolezza delle banche italiane o delle banche europee, nel sistema che abbiamo creato in Europa? È una questione che non mi è chiara. Ho visto la ricca letteratura citata nel pregevolissimo documento che ci avete consegnato — mi riprometto di leggerla non appena potrò — ma gradirei intanto conoscere il vostro parere in merito.

Sono d'accordo con quanto detto dall'onorevole Paglia. Noi stiamo lavorando molto, in questa indagine conoscitiva, sugli strumenti alternativi al debito, però vorrei soffermarmi, nella mia seconda domanda, sugli strumenti di debito. Ci è stato detto che il *funding gap* delle banche italiane è di 180 miliardi, una dimensione molto rilevante, che non può non preoccuparci in sede parlamentare. In tal senso, la mia domanda è se la BCE, in futuro, potrà fare qualcosa. Mi chiedo se potrà fare qualcosa, ad esempio, per rifinanziare adeguate cartolarizzazioni di crediti bancari con idonee forme di garanzia.

Nel perseguire la strada della garanzia pubblica e delle cartolarizzazioni, potremo avere l'obiettivo di riottenere qualche pezzo di rifinanziamento anche tramite la Banca centrale oppure dovremo, in prospettiva, riempire tutto il *funding gap* solo con gli strumenti alternativi, come sarebbe, mi sembra, molto complicato riuscire a fare?

Voi avete posto, infine, molto giustamente, un tema di valutazione delle *public policy*. Noi stiamo completando, ormai, questa indagine conoscitiva, e lo strumento che ci manca è una valutazione dell'efficacia e del costo degli strumenti esistenti. Chiedo, quindi, chi potrebbe fare questa valutazione. Visto che — lo dico anche al Presidente — siamo ormai nella fase conclusiva per l'attivazione del nuovo Ufficio parlamentare di bilancio (UPB), che prenderà servizio da gennaio 2014, potrebbe essere il nuovo UPB incaricato di fare questa valutazione, naturalmente met-

tendo poi in rete tutte le istituzioni che hanno gli strumenti per farla, a partire da Banca d'Italia, ISTAT e così via?

PRESIDENTE. Quando si farà il convegno al quale il collega Causi fa riferimento nella prima delle sue domande, il Presidente verrà a porre una sola domanda: qual è stato in Italia il ruolo della tassazione nel far saltare l'equivalenza delle varie forme di finanziamento e capitalizzazione d'impresa? In un mercato perfetto, come dicevano i maestri, è possibile prendere il capitale da una parte o dall'altra, ma in Italia c'è la « piccola » variabile fiscale.

DANIELE PESCO. Ringrazio anzitutto per l'esposizione e mi scuso per il basso profilo delle domande che porrò. Riguardo al dato che ci ha mostrato circa il livello di passività delle imprese, al 48 per cento per le nostre rispetto e al 42 per cento all'estero, vorrei chiederle se questo *gap* del 6 per cento è nato negli ultimi anni o c'è sempre stato (e forse prima era anche superiore).

Inoltre, non ci sono capitali da prestare alle imprese perché, come ha detto lei, non ci sono soldi nelle banche e questo, probabilmente, nasce dal fatto che le imprese fanno fatica a pagare, ossia hanno molte passività. Non sarebbe il caso di far qualcosa a livello internazionale? Voi pensate che il tema esuli del tutto da problemi internazionali o la moneta unica europea può essere considerata parte di questo problema?

PRESIDENTE. Do la parola al dottor Gobbi per la replica, chiedendogli il piccolo miracolo di fornire una risposta contenuta a questioni grandi, come quelle poste dai colleghi.

GIORGIO GOBBI, *Sostituto Capo servizio della segreteria tecnica per l'euro-sistema e la stabilità finanziaria della Banca d'Italia*. Cercherò di essere rapido e mi scuso se non potrò rispondere a ogni quesito. Onorevole Barbanti, riportare il trattamento fiscale delle svalutazioni delle

perdite su crediti a un livello meno penalizzante per le banche italiane può sicuramente aiutare, compatibilmente con i vincoli di finanza pubblica. Il trattamento in Italia è più penalizzante rispetto agli altri Paesi.

Per quanto riguarda i costi di *compliance*, è vero che c'è un problema dei costi dell'eccessiva regolamentazione e la necessità della sua semplificazione, ma credo che con il processo di avvio dell'Unione bancaria si dovrebbero eliminare molte sovrapposizioni e, soprattutto, si dovrebbe avere un quadro di regolamentazione più chiaro. Il problema, però, è duplice: una cosa è il costo dell'applicazione della regola, altra cosa è il costo legato al fatto che le regole vengono fatte rispettare. Le ispezioni nelle piccole e medie banche per verificare l'adeguatezza degli accantonamenti rispetto ai rischi che sopportano, è prima di tutto nell'interesse delle economie locali che da quelle banche si finanziano; difatti, se quelle banche piccole e medie avessero un dissesto, le prime a soffrirne sarebbero proprio le stesse economie locali.

Rispetto al trattamento uniforme dei *non performing loan* a livello europeo, possiamo dire che è un traguardo verso il quale si sta procedendo. L'EBA (*European Banking Authority*), l'Autorità bancaria per l'intera Unione europea, ha in atto una procedura che porterà a un trattamento più uniforme o, quanto meno, a una classificazione più uniforme.

In riferimento al commento dell'onorevole Paglia, il fatto che una parte non piccola dei problemi della finanza d'impresa derivi dalla sottocapitalizzazione è un'osservazione che noi facciamo da tempo e, soprattutto, si combina con la circostanza che, prima della crisi, le imprese erano molto indebitate e presentavano una redditività calante. Quello che ha reso particolarmente deboli le nostre imprese al momento della crisi è proprio il fatto che esse avevano avuto, negli anni precedenti, un indebitamento crescente e una redditività calante. La crisi, poi, ha ridotto anche la redditività al di sotto della soglia di sostenibilità. Questo è un pro-

blema evidente e, difatti, crediamo che la via maestra sia quella di provare ad avere una struttura meno orientata al debito.

Per quanto riguarda il problema delle sofferenze, richiamato dall'onorevole Pellillo, ricordo che il dato del 22 per cento non rappresenta le sofferenze, ma si riferisce a un aggregato più ampio. Le sofferenze rappresentano uno stadio terminale dell'insolvenza: dalle sofferenze, praticamente, non si esce più; se un'impresa è in sofferenza, nel 90 per cento circa dei casi ci rimane anche per il periodo successivo. Il 22 per cento, quindi, si riferisce a un aggregato molto più ampio, che comprende anche imprese che hanno possibilità di ritornare a onorare i propri debiti. La percentuale è riferita al mese di giugno, quindi non include ancora gli effetti del pagamento degli arretrati della pubblica amministrazione, ma, tra gli usi che ne fanno le imprese, nel nostro sondaggio congiunturale registriamo anche il rimborso dei debiti verso il sistema bancario.

Vedremo successivamente che tipo di imprese sono, ossia se sono imprese che già si trovano in difficoltà e così via; noi rileviamo un campione relativamente piccolo di imprese e, man mano che questi dati si renderanno disponibili, li valuteremo. Per il momento sono, lo ripeto, segnali indicativi e importanti, ma credo che il pagamento dei debiti non risolva il problema, almeno quello delle sofferenze che di questo 22 per cento sono una buona metà.

Infine, per quanto riguarda le osservazioni dell'onorevole Causi sul teorema di Modigliani-Miller — non vorrei contraddire il presidente della Commissione — colgo un aspetto su cui si discute anche nel dibattito che riguarda più da vicino le banche. Diversi studiosi e autorevoli commentatori osservano che, siccome uno dei lemmi del teorema di Modigliani-Miller sostiene che le banche potrebbero ridurre il costo del capitale riducendo il rischio e aumentando il patrimonio, bisognerebbe porre vincoli patrimoniali alle banche del 30 per cento circa. Su questo argomento è in atto un dibattito.

Nello specifico delle banche, siamo di fronte a imprese particolari, che offrono una parte dei servizi attraverso i loro debiti. È una questione complicata, la cui soluzione determina il livello ottimo del rapporto di patrimonio. Si sta faticosamente lavorando; ad esempio, l'accordo Basilea III, che entrerà in vigore il prossimo anno, porterà a un innalzamento che non è indolore. In sintesi, il dibattito è ancora aperto e sarà condotto un approfondimento in questa direzione.

Secondo i nostri ultimi dati, riferiti ad agosto 2013, il *funding gap* è sceso attualmente a circa 150 miliardi, che sono ancora il 10 per cento dei prestiti. Il problema del *funding gap* era cronico prima della crisi, quando costituiva il 20 per cento dei prestiti (era quindi una fonte di grande vulnerabilità); adesso non è alto nel confronto internazionale e non è alto rispetto ad altri periodi storici, come l'inizio del decennio scorso. Il problema, però, è che le banche italiane devono poter accedere nuovamente ai mercati dei capitali. Non possiamo essere, cioè, un sistema autarchico che presta solo quello che raccoglie tramite depositi; è un processo faticoso, per cui dovremo riconquistare la fiducia degli investitori internazionali, sia sul nostro debito pubblico, sia sul nostro debito privato, ovvero quello delle banche.

Concludo rispondendo all'osservazione sul *leverage* nel tempo, posta dall'onorevole Pesco. Il *leverage* delle imprese italiane era più elevato già prima della crisi; il punto, torno a ribadire, era che prima la redditività, seppure bassa nel confronto internazionale, consentiva di fare fronte a questi debiti. Non saprei dire se il problema sia la moneta unica o i livelli di efficienza e redditività delle imprese. Sicuramente, prima della moneta unica, in questi casi c'era la ricetta della svaluta-

zione; oggi questa possibilità non c'è, ma non sono così sicuro che sarebbe la soluzione del problema. A mio avviso, il problema delle nostre imprese italiane è di essere efficienti e redditizie, per fare in modo che sia conveniente investire in esse.

Legate a questo tema ci sono diverse altre riforme che riguardano l'abbattimento dei costi del fare impresa in Italia e che, immagino, non rientrino tra i compiti di questa Commissione. A volte si tendono a curare come problemi finanziari problemi di natura reale. Non ci si deve stupire se, poi, le medicine sono inefficaci, poiché stanno curando dei sintomi che hanno cause di altra natura: l'antipiretico può essere utilissimo quando si ha la febbre alta, ma se c'è un'infezione non è il farmaco da usare (mi rendo conto che la metafora è un po' forzata). Insomma, ci sono alcuni problemi che noi vediamo dal lato finanziario, ma sono il riflesso di problemi più profondi dal lato reale.

PRESIDENTE. La ringraziamo per la sua introduzione, per queste risposte e per il contributo che ci ha dato; ho l'impressione che torneremo a contattarvi. Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dal dottor Gobbi (*vedi allegato*) e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 15.10.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. VALENTINO FRANCONI

*Licenziato per la stampa
il 9 dicembre 2013.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

PAGINA BIANCA

ALLEGATO

VI Commissione Camera dei Deputati
(Finanze)

**Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva
sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno
della crescita, anche alla luce delle più recenti
esperienze internazionali**

Testimonianza di Giorgio Gobbi
(Segreteria Tecnica per l'Eurosistema e la Stabilità Finanziaria)
Banca d'Italia

1. Una difficile congiuntura

L'Italia sta ancora attraversando una crisi economica profonda e difficile. Dal 2008 rilevanti settori produttivi hanno registrato una forte riduzione dei livelli della produzione e dell'occupazione. Nel secondo trimestre di quest'anno il PIL si è ridotto dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente. Nel corso dell'estate sono, tuttavia, emersi segnali di stabilizzazione: diversi indicatori sono coerenti con l'ipotesi che il calo della produzione si sia arrestato e che, seppure tra molte incertezze, anche nel nostro Paese stia per avviarsi una fase di ripresa, alimentata dalle esportazioni.

Con il miglioramento della congiuntura sono destinate ad allentarsi anche le tensioni finanziarie che hanno caratterizzato l'attività delle imprese, soprattutto negli ultimi due anni. In primo luogo l'aumento delle vendite potrà contribuire a sostenere la redditività delle aziende — e, per questa via, la loro capacità di autofinanziarsi — attualmente scesa a livelli storicamente molto bassi. Sulla base dei dati di contabilità nazionale, nel secondo trimestre il rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto è stato pari al 31 per cento; tra le imprese censite dal nostro sondaggio congiunturale, la quota di quelle che prevedono di chiudere l'esercizio 2013 con un utile si aggira attorno al 55 per cento. I valori negli anni precedenti la crisi erano stati del 37 e del 65 per cento, rispettivamente (figura 1). In secondo luogo, con la ripresa economica, l'attenuazione dei rischi contribuirà a rendere più favorevoli le condizioni di offerta nel mercato del credito. Si tratta, tuttavia, di un processo graduale nel quale sarà ancora necessario il sostegno alle imprese fornito dalle misure adottate nel corso della crisi.

Accanto alle difficoltà congiunturali, non ancora superate, la struttura finanziaria delle imprese italiane presenta squilibri di lungo termine che hanno amplificato i problemi emersi durante la crisi: un'eccessiva dipendenza dal debito, in particolare, dai prestiti delle banche. Suddividerò, pertanto, la mia testimonianza in due parti. Nella prima mi soffermerò sulle questioni più strettamente congiunturali e sull'efficacia delle misure che sono state adottate per farvi fronte; nella seconda prenderò in esame le politiche indirizzate alla soluzione dei problemi di natura più strutturale.

2. I problemi del credito nel breve termine

Il credito bancario alle imprese è ancora in forte calo (-4,6 per cento ad agosto rispetto a dodici mesi prima; figura 2). I tassi di interesse non sono elevati rispetto al passato; resta, tuttavia, un divario piuttosto ampio rispetto ad altri paesi europei, soprattutto per i prestiti di minore importo, che approssimano il costo dei finanziamenti bancari per le piccole e medie imprese. In agosto il tasso medio applicato ai nuovi prestiti di ammontare inferiore a un milione di euro era in media pari al 4,5 per cento, più basso di circa 200 punti base rispetto al picco toccato nell'ottobre del 2008, ma di oltre 160 più elevato rispetto alle condizioni medie applicate su finanziamenti di importo comparabile in Germania e in Francia. Per i prestiti di dimensione maggiore il differenziale era pari a circa 100 punti base (figura 3). Il calo dei prestiti alle imprese in atto in Italia da oltre un anno è una tendenza comune a molti paesi dell'area (-2,9 per cento nello scorso agosto nella media dell'area). Esso, tuttavia, penalizza particolarmente le nostre aziende che sono caratterizzate da una scarsa capacità di accesso ai mercati finanziari e da un indebitamento più elevato, soprattutto nei confronti delle banche.

Il calo dei prestiti è dovuto sia a fattori di domanda sia a fattori di offerta¹. I primi sono connessi con il debole andamento degli investimenti e la contrazione dei livelli dell'attività produttiva. La domanda di fondi è ancora alimentata prevalentemente da esigenze connesse con il finanziamento del capitale circolante. L'accesso al credito rimane comunque difficile: secondo l'indagine Invind condotta dalla Banca d'Italia su circa 4.000 aziende, nel 2012 oltre il 12 per cento delle imprese intervistate dichiarò di non aver ottenuto il credito richiesto. I dati dell'Istat indicano che nel terzo trimestre del 2013 gli ostacoli rimanevano elevati, soprattutto per le imprese con meno di 50 addetti².

¹ Per un'analisi dei fattori di domanda e offerta nel mercato del credito alle imprese durante la crisi si vedano 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 (2010) e Del Giovane, P., A. Nobili e F. Signoretti, *Supply tightening or lack in demand: Is the sovereign debt crisis, different from Lehman?*, presentato al convegno "The Sovereign Debt Crisis and the Euro Area", Banca d'Italia, 15 Febbraio 2013.

² Un'analisi sul razionamento del credito presso un campione di imprese italiane è svolta in Albareto G. e P. Finaldi Russo, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 127 (2012).

La capacità del sistema bancario di finanziare le imprese è stata messa a dura prova negli ultimi anni, in particolare dalla metà del 2011, quando la crisi è entrata nella fase più acuta e le tensioni sui mercati dei titoli sovrani nell'area dell'euro si sono estese all'Italia³. In quel periodo le difficoltà degli intermediari erano principalmente riconducibili alla disponibilità e ai costi della provvista sui mercati internazionali da cui dipendono per il finanziamento di una parte non trascurabile dei prestiti. Queste difficoltà si sono rapidamente trasmesse alle condizioni di offerta applicate ai prestiti.

La BCE e l'Eurosistema hanno reagito prontamente per contrastare gli effetti della crisi del debito sovrano sull'economia reale, sia portando i tassi di interesse ufficiali su livelli prossimi allo zero sia adottando misure “non convenzionali” di politica monetaria; in particolare sono state effettuate operazioni di rifinanziamento a tre anni (LTRO) ed è stata ampliata significativamente la gamma di attività finanziare accettate come *collateral* nelle operazioni di rifinanziamento. Con riferimento all'Italia nostre analisi econometriche suggeriscono che gli effetti di tali misure sulla crescita del PIL sono stati pari a circa due punti percentuali complessivamente nel biennio 2012-13; gli interventi della BCE hanno quindi prevenuto un peggioramento della nostra economia più forte di quello che abbiamo osservato⁴.

Nell'ambito del disegno complessivo delle misure di politiche monetaria, la Banca d'Italia, ha contribuito direttamente a mitigare le difficoltà nel mercato del credito. Dal febbraio del 2012, in linea con le decisioni del Consiglio Direttivo della BCE sul collaterale, la valutazione delle garanzie è effettuata sulla base di criteri di idoneità diversi da quelli stabiliti dall'Eurosistema, accompagnandola a specifiche misure di controllo del rischio. L'utilizzo di un sistema di valutazione dei prestiti sviluppato dalla Banca d'Italia ha agevolato la partecipazione alle operazioni di rifinanziamento anche di banche più piccole, tradizionalmente più impegnate nel supporto alle imprese di minore dimensione.

³ Si veda Visco I., *La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea*, Intervento al seminario “Il federalismo in Europa e nel mondo” organizzato dall'Istituto “Altiero Spinelli” il 1 settembre 2013.

⁴ Si veda M. Casiraghi, E. Gaiotti, L. Rodano e A. Secchi, *The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis*, di prossima pubblicazione sui “Quaderni di economia e finanza” della Banca d'Italia (2013).

Gli interventi della BCE e della Banca d'Italia hanno garantito la liquidità necessaria al sistema bancario per superare una fase congiunturale irta di difficoltà. I criteri di offerta sono, tuttavia, rimasti restrittivi a causa dell'accresciuta rischiosità dei prenditori (figura 4). Il tasso di ingresso in sofferenza dei prestiti alle imprese ha raggiunto il 4,7 per cento nel secondo trimestre di quest'anno, rispetto a una media dell'1,5 per cento nel periodo precedente la crisi. Nel complesso i finanziamenti alle imprese su cui le banche riscontrano difficoltà nei rimborsi sfiorano ormai il 22 per cento delle consistenze, più del doppio rispetto a quattro anni fa. Il deterioramento della qualità degli attivi ha avuto e continua ad avere rilevanti effetti sulla redditività degli intermediari: gli accantonamenti necessari per far fronte alle perdite potenziali hanno assorbito quasi interamente il risultato di gestione nel 2012 e nella prima parte del 2013. I livelli storicamente molto elevati dei rischi e le difficoltà a valutare il merito di credito in condizioni di grande incertezza sulle prospettive di diversi settori produttivi riducono la convenienza degli intermediari a erogare nuovi prestiti.

A fronte del peggioramento del merito di credito, gli strumenti più idonei per facilitare l'accesso ai finanziamenti si basano su sistemi di garanzia, pubbliche e private. Uno studio comparato dell'OCSE sul finanziamento delle piccole e medie imprese conferma che, in quasi tutti i 25 paesi inclusi nell'analisi, l'estensione dei programmi pubblici di garanzia dei prestiti ha rappresentato lo strumento privilegiato per attenuare le tensioni generate dalla crisi⁵.

In Italia, il Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese (PMI) è il principale schema che le imprese hanno per accedere a garanzie pubbliche. Durante la crisi, l'operatività dello strumento è stata rafforzata, potenziandone la dotazione e ampliando progressivamente la platea delle imprese beneficiarie (figura 5). È stato previsto che l'intervento sia assistito dalla garanzia di ultima istanza dello Stato, consentendo alle banche di azzerare l'assorbimento di capitale relativamente alla quota di prestito coperta dal Fondo ('ponderazione zero'). Dal 2009 al 2012 il Fondo ha concesso garanzie su oltre 31 miliardi di euro di prestiti; nei primi sei mesi dell'anno in corso ha accolto

⁵ OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2013: An OECD Scoreboard*, OECD Publishing. (2013).

quasi 35.000 domande, per un volume dei finanziamenti pari a 4,8 miliardi, in aumento del 38 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Le modifiche al funzionamento del Fondo previste dal “decreto del fare” possono aumentarne ulteriormente l'efficacia estendendo l'ambito d'intervento anche alle aziende che, pur conservando positive prospettive di sviluppo, presentano bilanci indeboliti dal protrarsi della recessione. Gli interventi previsti dal decreto mirano anche ad accrescere la trasparenza dell'azione del Fondo, in modo che i benefici della garanzia pubblica si traducano in un effettivo miglioramento delle condizioni di accesso al credito. È opportuno però che si proceda speditamente nell'emanazione dei regolamenti di attuazione. In questa fase congiunturale, il rafforzamento degli schemi di garanzia ha il duplice vantaggio di gravare in misura limitata sul bilancio pubblico – in virtù di un effetto leva – e di ridurre l'impatto della rischiosità delle imprese sui bilanci bancari, il fattore che, come ho detto, maggiormente contribuisce al calo dell'erogazione dei prestiti.

Un altro strumento al quale si è fatto ampiamente ricorso è la sospensione parziale dei rimborsi dei prestiti. Lo scorso mese di luglio è stata siglata la terza “moratoria” negli ultimi 4 anni dall'ABI e dalle associazioni delle imprese. Il nuovo accordo ricalca in grandi linee quello siglato nel febbraio 2012 e in più consente la sospensione di pagamento anche per finanziamenti che avevano beneficiato della moratoria avviata nel 2009. L'adesione delle imprese a queste iniziative negli ultimi anni è stata piuttosto ampia: con riferimento all'accordo siglato a febbraio 2012, al 31 luglio scorso risultavano accolte circa 105.000 domande; i rimborsi in conto capitale interessati dalla sospensione sono di ammontare di pari a 4,3 miliardi. Da nostre indagini condotte presso gli intermediari emerge che le operazioni possono risultare efficaci nel consentire alle imprese di superare fasi di temporanea difficoltà.

Infine, dal 2009 la Cassa Depositi e Prestiti (CDP) ha istituito un fondo a cui le banche possono attingere, a tassi di interesse contenuti, per concedere prestiti a medio e a lungo termine alle PMI. Si tratta di una misura rivolta principalmente ad attenuare eventuali problemi di liquidità degli intermediari. Un primo plafond di 8 miliardi di euro è stato interamente utilizzato. Nel marzo 2012 è stato costituito un ‘Nuovo Plafond PMI’ che

dispone di 8 miliardi destinati al finanziamento di prestiti alle PMI (PMI-Investimenti) e 2 riservati all'acquisto da parte delle banche di crediti vantati dalle PMI nei confronti della Pubblica Amministrazione (PMI-Crediti vs PA). Fino allo scorso giugno sono stati utilizzati poco più di due miliardi del primo, mentre è stato minimo l'utilizzo del secondo.

Le condizioni di liquidità delle imprese stanno beneficiando anche dell'accelerazione dei pagamenti della Pubblica Amministrazione che procedono piuttosto speditamente. Per questa misura sono stati finora stanziati poco più di 27 miliardi nel 2013 e 20 nel 2014. Attualmente, sulla base dei dati diffusi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, sono stati rimborsati alle imprese oltre 11 miliardi. Sulla base di dati ancora preliminari raccolti nelle scorse settimane con un sondaggio congiunturale, oltre la metà delle imprese che poteva beneficiare dell'intervento ha ricevuto un rimborso, almeno parziale, dei propri crediti; nella maggior parte dei casi le somme sono state impiegate per rimborsare crediti commerciali, ridurre l'indebitamento verso il sistema creditizio e finanziare altre forme di capitale circolante, per cui i benefici dell'intervento potrebbero fluire anche ad aziende più piccole.

3. I problemi strutturali della finanza d'impresa in Italia

Con circa 1.300 miliardi di debiti finanziari e 1.400 di patrimonio netto (valutato ai prezzi di mercato), alla fine del 2012 il leverage delle imprese italiane, pari al rapporto tra i primi e la somma di entrambe le voci, era del 48 per cento; il credito bancario rappresentava quasi il 70 per cento dei debiti finanziari; per la media dei paesi dell'area dell'euro i valori erano più contenuti, rispettivamente 42 e 50 per cento (figure 6 e 7)⁶. Sia l'incidenza del debito tra le fonti di finanziamento, sia la dipendenza dai prestiti degli intermediari sono più elevate tra le imprese di piccola e media dimensione.

Queste caratteristiche della struttura finanziaria delle imprese si accompagnano alla dimensione assai modesta dei mercati dei capitali. Il valore delle azioni delle imprese

⁶ Per un'analisi delle determinanti dell'indebitamento delle imprese nel confronto internazionale si vedano De Socio, A., e V. Nigro, *Does corporate taxation affect cross-country firm leverage?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 889 (2012) e *“Structural Issues Report 2013: Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area”*, Banca Centrale Europea, *Occasional Papers* n. 151 (2013).

non finanziarie italiane quotate in borsa è pari a circa il 20 per cento del PIL, un rapporto molto più contenuto rispetto a quello dei principali paesi dell'area (oltre il 50 per cento in Francia, circa il 40 in Germania) e dei paesi anglosassoni (oltre l'80 per cento sia nel Regno Unito sia negli Stati Uniti; figura 8). I titoli obbligazionari, infine, erano pari al 9 per cento dei debiti finanziari, in linea con il dato della Germania, ma molto più bassi rispetto al 23 per cento della Francia, al 30 per cento del Regno Unito e a circa il 50 per cento degli Stati Uniti (figura 9).

Il modello di finanziamento delle imprese riflette alcuni tratti strutturali del nostro sistema produttivo⁷. La piccola dimensione delle aziende e la natura familiare della proprietà rendono gli imprenditori restii ad aprire il capitale all'ingresso di nuovi soci o a reperire fondi sul mercato o presso investitori istituzionali diversi dalle banche. Si tratta infatti di scelte che comportano costi, elevati e permanenti, legati alla maggiore trasparenza richiesta dai finanziatori o ai volumi contenuti degli strumenti finanziari collocabili dalle singole aziende, poco adeguati alle esigenze degli investitori. Pesano anche fattori fiscali che, storicamente, hanno determinato un largo vantaggio del ricorso al debito rispetto al capitale di rischio.

Questo modello di finanziamento presenta due rilevanti punti di debolezza. Il primo è legato agli effetti di retroazione che si innescano durante le recessioni tra fragilità finanziaria delle imprese e capacità delle banche di erogare credito. Nelle fasi negative del ciclo aumenta la quota di imprese che incontra difficoltà nel rimborso dei prestiti con ripercussioni negative sui bilanci delle banche. A sua volta l'aumento dei rischi ha l'effetto di indurre le banche a politiche di offerte più prudenti e la rarefazione del credito accresce le difficoltà delle imprese. L'esperienza più recente mostra che le aziende più colpite da questa sequenza di effetti sono quelle patrimonialmente più deboli e con minore capacità di accedere a fonti di finanziamento non bancario⁸.

⁷ Si vedano, su questo tema, 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) e Panetta F., *Il Credito e il Finanziamento delle Imprese*, Intervento al convegno "Reload Banking. La Banca del domani per un nuovo sviluppo dell'Italia" organizzato dalla Federazione delle Banche di Credito Cooperativo Lazio Umbria Sardegna il 21 giugno 2013.

⁸ Su questi effetti si vedano, ad esempio, Albertazzi, U. e D. Marchetti (2010), *Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships after Lehman*, Temi di Discussione, n. 756, Banca d'Italia (2010) e Bonaccorsi di Patti, E. e E. Sette, *Bank Balance Sheets and the Transmission*

Il secondo limite di un modello di finanziamento eccessivamente sbilanciato verso i prestiti bancari riguarda la capacità di destinare alle imprese risorse nelle forme che hanno maggiori capacità di sostenere percorsi di crescita. In particolare, i fondi investiti nelle imprese sotto forma di strumenti di capitale di rischio sono maggiormente idonei rispetto al debito a sostenere la ricerca e l'innovazione e, più in generale, progetti e strategie caratterizzati da elevato rischio e rendimento⁹. Il capitale azionario non richiede garanzie, spesso non disponibili in imprese che effettuano gran parte dei loro investimenti in attività di ricerca e sviluppo, e consente all'investitore di beneficiare interamente dei rendimenti dei progetti innovativi in caso di successo. Studi empirici relativi a più paesi confermano la relazione positiva tra disponibilità di risorse patrimoniali e attività innovativa delle imprese¹⁰.

Il percorso di aggiustamento delle imprese verso una struttura finanziaria più solida è lungo e complesso; va indirizzato con misure volte a disegnare incentivi appropriati. Gli sforzi principali devono essere indirizzati verso una maggiore patrimonializzazione delle aziende. Alcuni provvedimenti adottati negli ultimi anni si muovono in questa direzione; in qualche caso potrebbe essere opportuno un loro rafforzamento o l'introduzione di correttivi che possano permettere di raggiungere più rapidamente gli obiettivi.

È utile distinguere tra interventi rivolti alla generalità delle imprese e quelli designati per specifiche tipologie di aziende. Le esigenze di finanziamento, infatti, variano con l'età, la dimensione, le prospettive di crescita.

of Financial Shocks to Borrowers: Evidence from the 2007-2008 Crisis, Temi di Discussione, n. 848, Banca d'Italia (2012).

⁹ Si veda, su questo tema, S. Rossi, *Crescita, innovazione e finanza in Italia. Il ruolo delle banche popolari*, intervento al convegno "Banche popolari e imprese innovative. Cooperare per crescere" organizzato dall'Istituto Centrale delle Banche Popolari il 22 febbraio 2013.

¹⁰ Si vedano Atanassov J., V. K. Nanda e A. Seru, *Finance and innovation: the case of publicly traded firms*, «University of Michigan. Ross School of Business Paper», No. 970 (2007) e J. R. Brown, S. M. Fazzari e B. C. Petersen, *Financing innovation and growth: cash flow, external equity, and the 1990s R&D boom*, «Journal of Finance», 64, 1 (2009). Risultati analoghi emergono per le imprese italiane in Magri S., *Does Issuing Equity Help R&D Activity? Evidence from Non-Public Italian High-Tech Manufacturing Firms*, intervento tenuto in occasione del Workshop on Innovation in Italy, Banca d'Italia, Perugia, 13-14 dicembre 2012.

Tra le misure a carattere generale, gli incentivi fiscali per la patrimonializzazione delle imprese introdotti alla fine del 2011 con l'ACE (Aiuto alla Crescita Economica) hanno ridotto in misura significativa i vantaggi fiscali del finanziamento con debito rispetto a quello con capitale di rischio. Si tratta di un intervento che, interessando tutte le imprese indipendentemente dalla dimensione o dalla forma giuridica, ha le potenzialità di indurre un cambiamento di ampia portata nelle scelte di finanziamento delle aziende. I dati ancora preliminari raccolti con il nostro sondaggio congiunturale mostrano che nel biennio 2012-2013 circa il 6 per cento delle imprese dell'industria e dei servizi e il 5 di quelle delle costruzioni sono state indotte ad accrescere la capitalizzazione dalla presenza di tali sgravi fiscali. Si tratta di valori verosimilmente destinati ad aumentare con la ripresa economica, che accrescerà le risorse interne destinabili all'aumento del patrimonio. Diverse analisi indicano che, anche in seguito all'adozione dell'ACE, permane un vantaggio fiscale del ricorso al debito; esistono quindi margini per un rafforzamento delle misure adottate¹¹.

Incentivi addizionali, una sorta di Super ACE simile alla Super DIT in vigore tra il 1997 e il 2003, possono essere previsti per le aziende che decidano di raccogliere capitali sul mercato azionario. Il limitato sviluppo della borsa nel nostro paese, infatti, non è da attribuire principalmente alla scarsità di imprese quotabili. Per gli imprenditori, l'ingresso sul mercato dei capitali si associa a un costo fisso legato non tanto alla quotazione in sé, quanto alla maggiore trasparenza che essa comporta rispetto al fisco, alle autorità di controllo, agli azionisti di minoranza¹². Gli incentivi consentirebbero di compensare, almeno in parte, questi costi.

Nel 2010 è stato creato il Fondo Italiano di Investimento che per le sue dimensioni è divenuto un operatore di primaria importanza nel settore del private equity. Il Fondo ha finora rivolto la sua azione prevalentemente a imprese di dimensione medio-grande adottando modalità operative (tempi di investimento più lunghi e minor

¹¹ Si veda, ad esempio, Panteghini P. et al., *Italy's ACE Tax and Its Effect on a Firm's Leverage*, Economics Discussion Papers, No 2012-31, Kiel Institute for the World Economy (2012).

¹² Per un'analisi delle decisioni delle imprese di quotarsi in borsa si vedano Pagano, M., Panetta, F., e Zingales, L., *Why Do Companies Go Public?*, Journal of Finance, (1998) e Panetta, F., A. Generale e F. Signoretti, "The Causes and Consequences of Going Public. Firm-Level Evidence from Twelve European Countries", lavoro presentato alla conferenza Bocconi-Consob (2013).

condizionamento delle scelte strategiche) che cercano di rispondere alle caratteristiche delle imprese italiane. È opportuno compiere una valutazione dello strumento per verificarne l'efficacia rispetto agli obiettivi prefissati. Un esito positivo della valutazione potrebbe suggerire l'estensione dell'attività del Fondo ad aziende di minore dimensione. Tra le imprese che hanno mostrato interesse per lo strumento, infatti, sono state numerose quelle con un fatturato inferiore al limite minimo di 10 milioni; in questa fase di difficoltà nel reperimento di risorse esterne, le imprese potrebbero essere meno restie ad aprire il proprio assetto proprietario ad investitori esterni.

L'offerta di capitale di rischio per le imprese neo-costituite e con elevate prospettive di crescita è da decenni all'attenzione del legislatore. Nel confronto internazionale, infatti, il comparto del venture capital nel nostro paese è relativamente poco sviluppato. L'incidenza sul PIL degli investimenti del settore è pari a un terzo rispetto a Francia e Germania e poco più grande di un decimo rispetto agli Stati Uniti. In passato sono stati avviati diversi programmi nazionali e regionali volti alla creazione di fondi per fornire mezzi patrimoniali alle imprese, alcuni di questi con le caratteristiche del venture capital. Gli interventi hanno avuto, tuttavia, carattere frammentario: alcuni programmi sono stati dismessi, altri non sono pienamente operativi. Di recente è stata intrapresa una nuova direzione, con un intervento di natura più organica. Tra il 2011 e il 2012 sono stati introdotti incentivi fiscali per chi investe in fondi di venture capital e nel capitale di rischio di imprese in fase di avvio (start-up innovative), avvicinando in questo modo la normativa italiana a quella degli altri paesi europei.

Accanto al problema del rafforzamento patrimoniale, vi è quello della diversificazione del debito: un maggiore sviluppo del mercato obbligazionario appare come la strada principale da seguire in questa direzione. Negli ultimi mesi si sono registrati segnali di un forte interesse delle aziende e degli investitori. Dall'inizio del 2012 ad oggi le emissioni lorde sono state pari a 65 miliardi; benché si tratti di un flusso di raccolta inferiore a quello di altre economie avanzate, e con costi mediamente più alti a parità di durata e rischio, esso risulta più elevato di circa il 70 per cento rispetto a quello osservato nel periodo precedente la crisi. Hanno fatto ricorso al mercato nuove imprese: tra le circa 70 che hanno emesso obbligazioni nel 2013, poco meno della metà non avevano effettuato collocamenti nei precedenti 10 anni. Alcuni dei nuovi emittenti sono

stati indotti a collocare titoli dalla presenza delle agevolazioni fiscali introdotte con il decreto sviluppo del giugno 2012 (i cosiddetti mini-bond). Gli effetti del provvedimento appaiono, tuttavia, nel complesso ancora limitati: gli emittenti dei minibond, in larga parte imprese di grandi dimensioni e operanti nel settore dei servizi, sono stati poco più di una decina; i titoli collocati hanno un valore complessivo prossimo a 5 miliardi e le singole emissioni sono state quasi tutte di importo superiore a 200 milioni.

Nei mesi più recenti, sulla spinta delle tensioni nel mercato creditizio, sono state avviate o proposte numerose iniziative, basate soprattutto sullo strumento del fondo chiuso, per investire in obbligazioni, o prestiti di imprese non quotate. Questi *credit funds* prevedono generalmente un attento vaglio degli emittenti e una gestione attiva del portafoglio in un orizzonte di investimento di medio-lungo periodo. Tra i finanziatori istituzionali operanti oggi in Italia esistono margini per un significativo ampliamento degli investimenti diretti in obbligazioni private o, indiretti, tramite *credit funds*. Per i fondi comuni aperti, le obbligazioni quotate emesse da società non finanziarie rappresentano una quota molto contenuta del portafoglio complessivo, e i titoli non quotati sono molto al di sotto dei limiti normativi. Investimenti rilevanti possono essere inoltre effettuati dalle compagnie assicurative e dai fondi pensione.

Il contributo alla diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese potenzialmente derivante dai collocamenti privati di obbligazioni e dai *credit funds* non è trascurabile, soprattutto per alcuni segmenti del mercato: finanziamenti a medio e a lungo termine, imprese disposte ad aprirsi al vaglio degli investitori esterni, ma non a sostenere i costi della quotazione in borsa, aziende che intendono ristrutturare la propria attività. Quantificare il potenziale di crescita di queste fonti di credito diverse dal canale bancario è un esercizio assai difficile. Va, infatti, ricordato che gran parte dei prestiti bancari alle piccole imprese sono di importo unitario contenuto, di elevata rischiosità e con un grado modesto di standardizzazione, caratteristiche li rendono poco appetibili per gli investitori istituzionali.

Il tema del finanziamento delle PMI è anche al centro dell'attività delle istituzioni comunitarie. Lo scorso marzo la Commissione Europea ha pubblicato una consultazione (*Libro verde sul finanziamento di lungo periodo dell'economia europea*) con l'obiettivo

di individuare le possibili politiche per favorire il finanziamento degli investimenti a lungo termine. Su richiesta del Consiglio, la Commissione ha recentemente proposto nuovi meccanismi comunitari per la concessione di garanzie sui prestiti alle imprese e per la strutturazione di operazioni di cartolarizzazione (*joint-guarantee* e *joint-securitisation instruments*). In questi strumenti dovrebbero confluire le risorse dei programmi comunitari già esistenti (COSME e Horizon 2020), le risorse del gruppo BEI e parte dei fondi strutturali europei dei paesi membri. L'iniziativa ha diversi obiettivi: i) aumentare l'efficacia dei programmi di sostegno finanziario alle PMI, riducendone la frammentazione e sfruttando le opportunità di diversificazione del mercato europeo, ii) rilanciare il canale di finanziamento bancario, attraverso l'offerta di garanzie pubbliche e favorendo lo sviluppo di un mercato delle cartolarizzazioni. Quest'ultimo tipo di intervento avrebbe l'obiettivo di riattivare un mercato delle cartolarizzazioni che potrebbe, nel medio termine, migliorare la capacità delle banche di erogare credito.

Sarà tuttavia necessario evitare che le differenze tra i sistemi finanziari e produttivi nazionali rendano l'accesso più difficile per alcuni paesi rispetto ad altri. Per questo è importante che i programmi si adattino alle caratteristiche delle singole economie e, allo stesso tempo, prevedano la possibilità per ciascun paese di allocare le proprie risorse a quei programmi, nazionali o comunitari, che si saranno dimostrati più efficaci.

4. Conclusioni

L'economia italiana si sta avviando al punto di svolta di una lunga crisi. Con la ripresa si attenueranno le tensioni finanziarie che hanno caratterizzato le attività delle imprese nel passato biennio. Il ritorno a condizioni di normalità nel funzionamento del mercato del credito è un processo graduale. Nel breve termine un contributo rilevante dovrà ancora venire dagli strumenti di sostegno alle imprese avviati o rafforzati durante la crisi, quale il sistema di garanzia pubblica sul credito.

È tuttavia, necessario continuare l'azione per un aggiustamento di più lungo termine della struttura patrimoniale delle imprese volto a innalzare i livelli di patrimonio e a diversificare le fonti di finanziamento. I cambiamenti richiesti hanno spesso incontrato grandi resistenze, profondamente radicate in comportamenti sedimentati da parte di

imprese, intermediari, risparmiatori. Le tensioni finanziarie degli ultimi anni, tuttavia, hanno accresciuto gli incentivi delle aziende a ricercare forme alternative di finanziamento, basate su un maggiore contributo del capitale di rischio o dei capitali raccolti sul mercato.

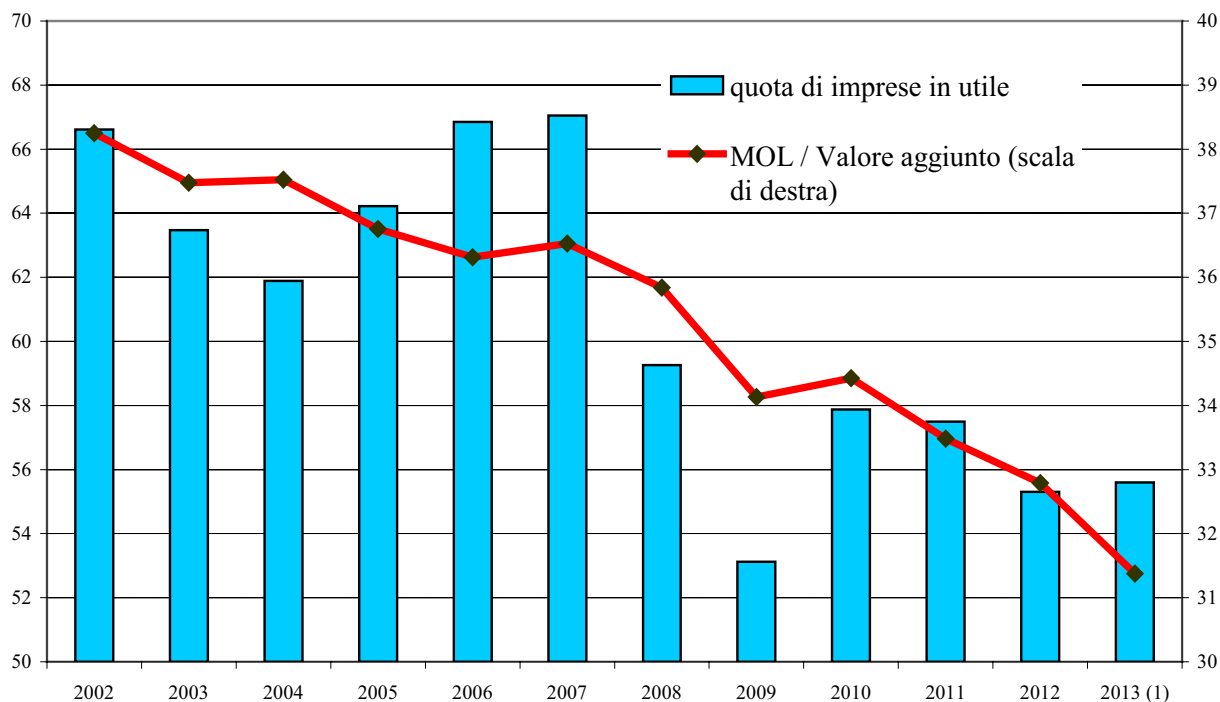
Le risorse a disposizione del legislatore per indirizzare questo processo di cambiamento sono scarse. Occorre, quindi, evitare di aumentare il già alto grado di frammentazione degli strumenti pubblici a sostegno delle imprese. Gli interventi beneficerebbero dall'introduzione di sistemi di controllo rispetto agli obiettivi idonei a misurare i progressi compiuti. Alcune scelte chiare sono state già effettuate anche in questi difficili tempi di crisi, come ad esempio l'introduzione degli incentivi fiscali per gli aumenti di capitale. Imprese più robuste patrimonialmente, potranno più facilmente beneficiare delle opportunità di diversificazione delle fonti di debito.

FIGURE

PAGINA BIANCA

Figura 1

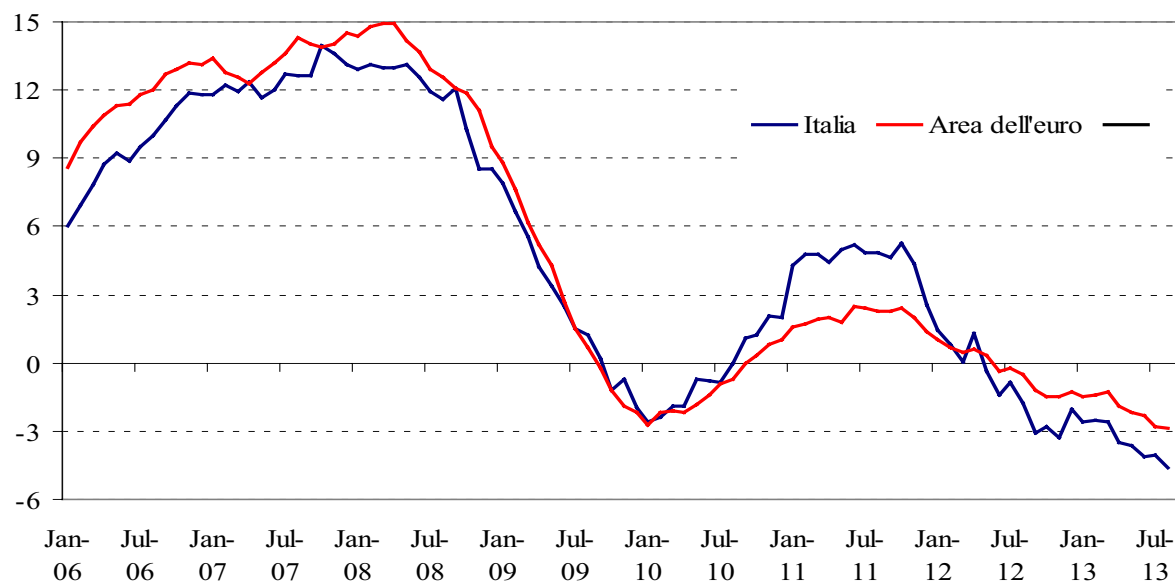
REDDITIVITÀ DELLE IMPRESE
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, e Istat.
(1) Dati provvisori. Il MOL e il valore aggiunto sono riferiti al secondo trimestre dell'anno.

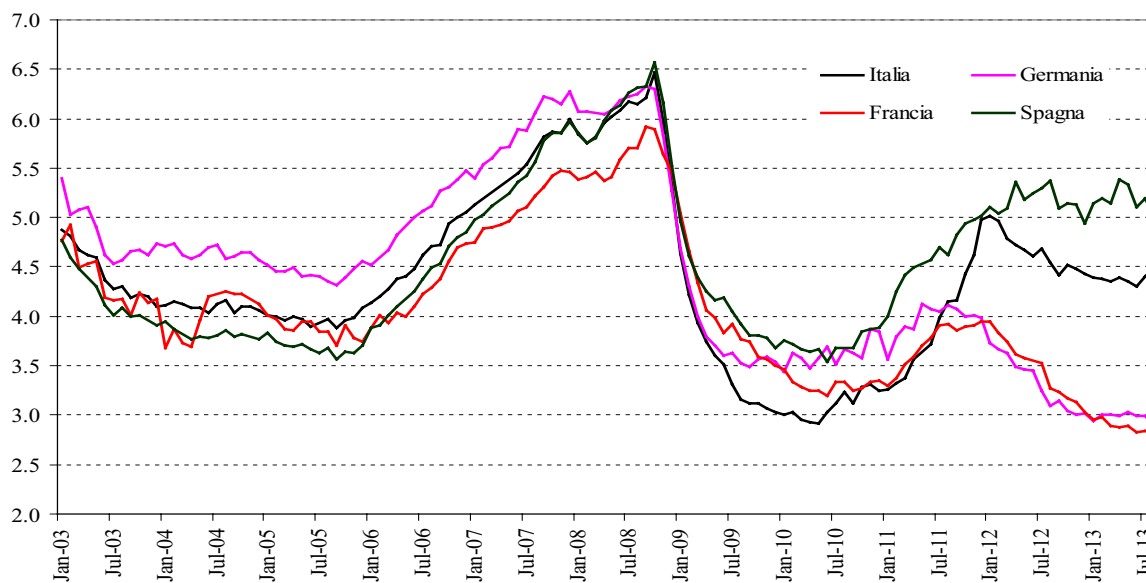
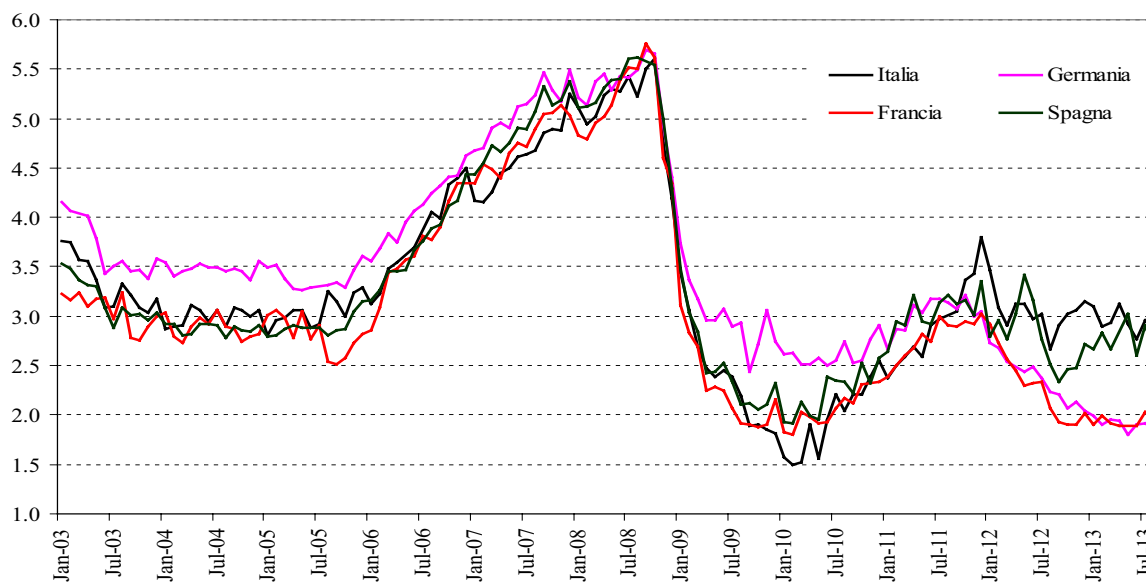
Figura 2

CREDITO ALLE IMPRESE IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO
(tassi di variazione sui dodici mesi corretti per le cartolarizzazioni)



Fonte: Banca Centrale Europea.

Figura 3

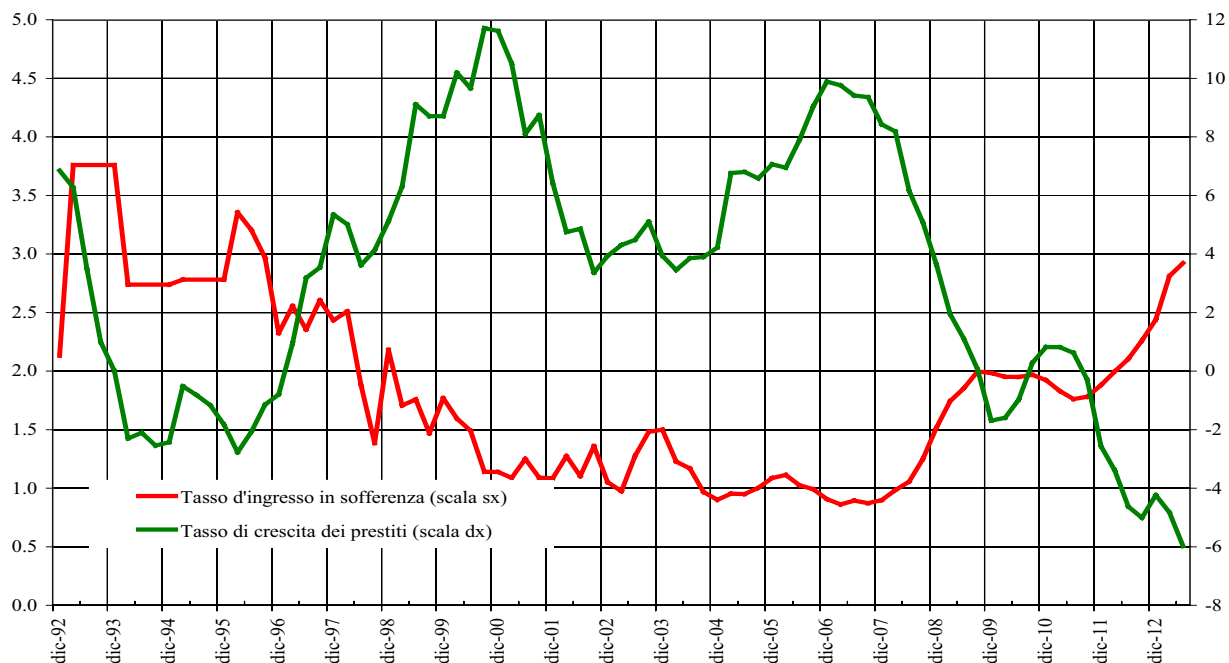
TASSI DI INTERESSE SUI NUOVI PRESTITI BANCARI ALLE IMPRESE (1)*(valori percentuali)**prestiti di importo fino a un milione**prestiti di importo superiore a un milione*

Fonte: Banca Centrale Europea.

(1) Nuove operazioni. Sono esclusi i finanziamenti in conto corrente.

Figura 4

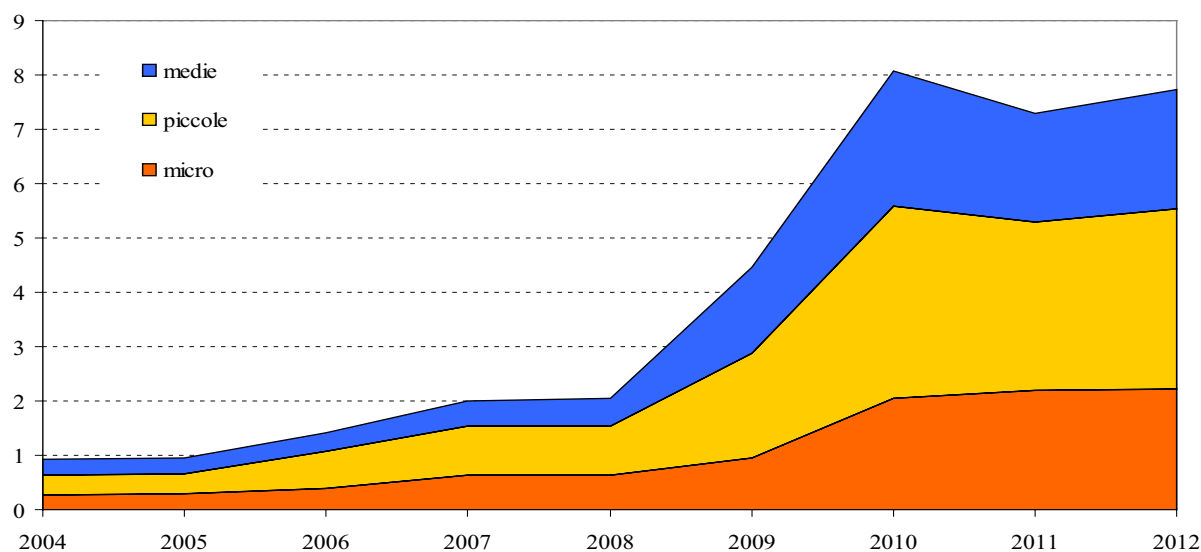
PRESTITI E SOFFERENZE (1)
(tassi di crescita sui 12 mesi e valori percentuali)



(1) Dati riferiti all'intera economia. I prestiti sono al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine e deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

Figura 5

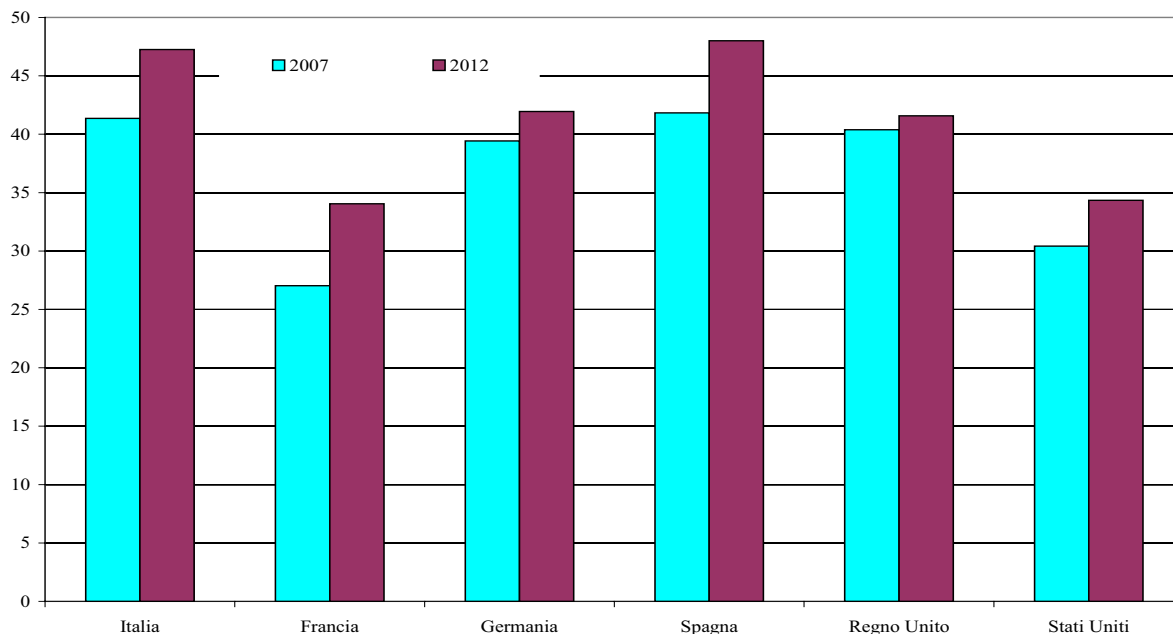
**PRESTITI GARANTITI DAL FONDO DI GARANZIA
PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE**
(miliardi)



Fonte: Comitato di gestione del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese.

Figura 6

LEVERAGE DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE(1)
(valori percentuali)

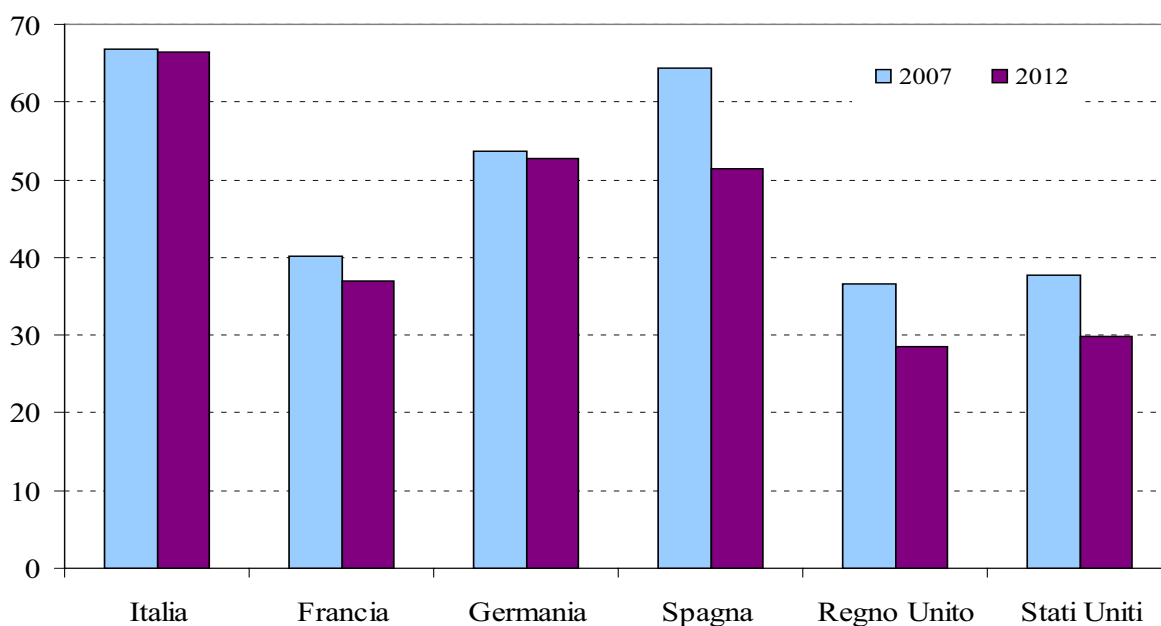


Fonte: Conti finanziari.

(1) Rapporto tra debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato.

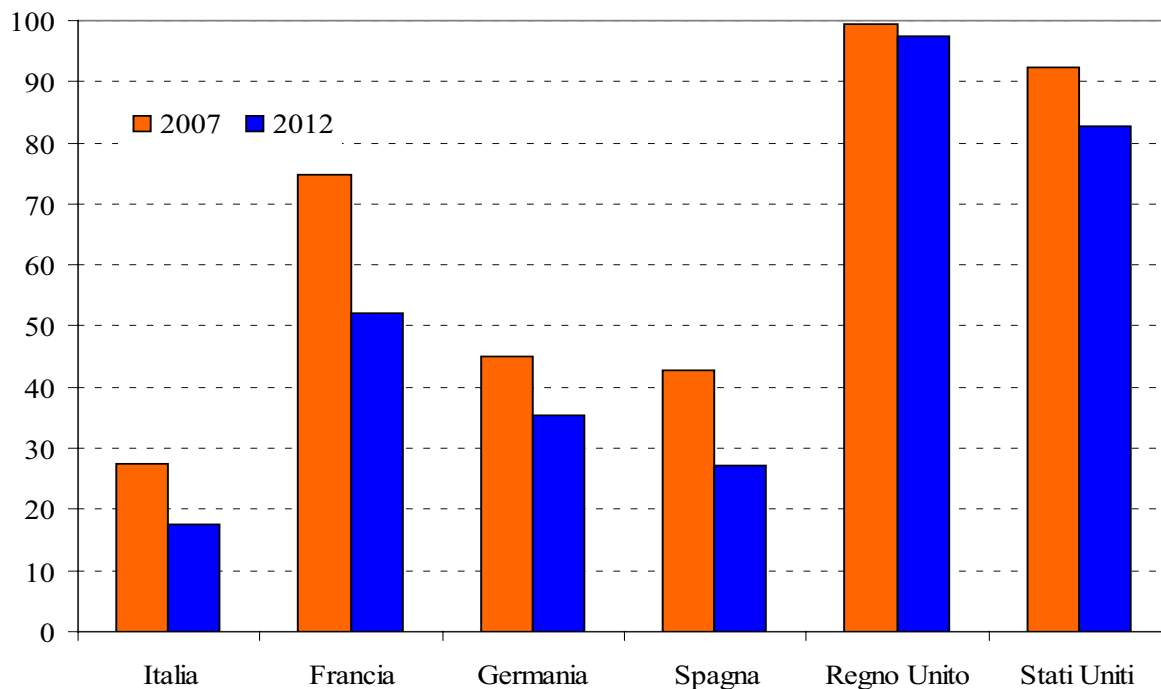
Figura 7

RAPPORTO TRA DEBITI BANCARI E DEBITI FINANZIARI
DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE
(valori percentuali)



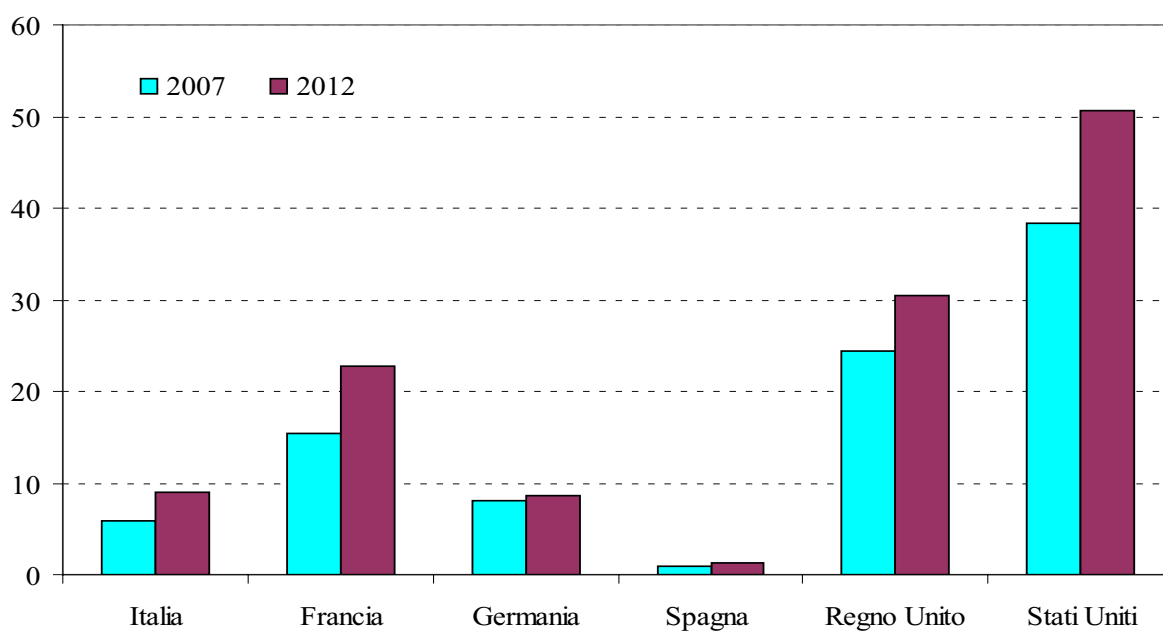
Fonte: Conti Finanziari.

Figura 8

CAPITALIZZAZIONE DI BORSA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE
(in percentuale del PIL)

Fonte: elaborazioni su Datastream.

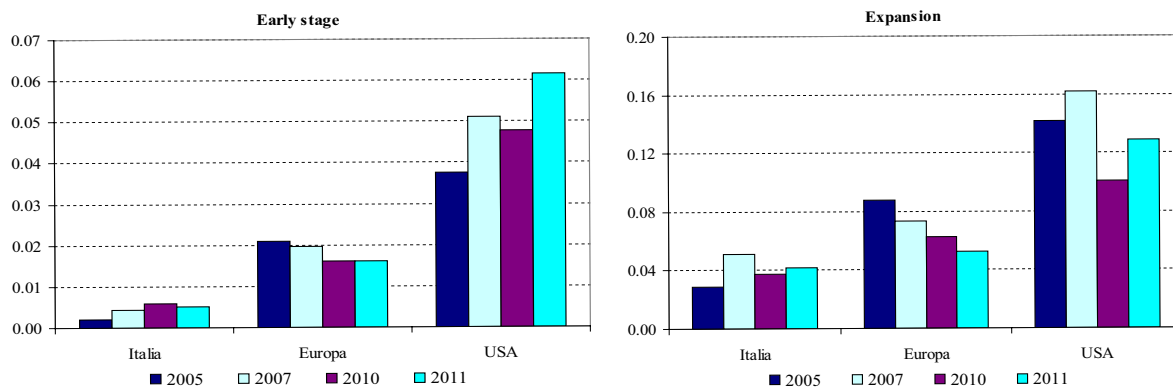
Figura 9

RAPPORTO TRA OBBLIGAZIONI E DEBITI FINANZIARI
DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE
(valori percentuali)

Fonte: Conti finanziari.

Figura 10

INVESTIMENTI DELLE SOCIETÀ DI VENTURE CAPITAL (1)
(in percentuale del PIL)



Fonti: AIFI per l'Italia, EVCA per l'Europa e NVCA per gli Stati Uniti

(1) Per l'Europa l'aggregato expansion comprende gli importi del later stage venture e del growth capital, per gli Stati Uniti è ottenuto sommando expansion e later stage.

