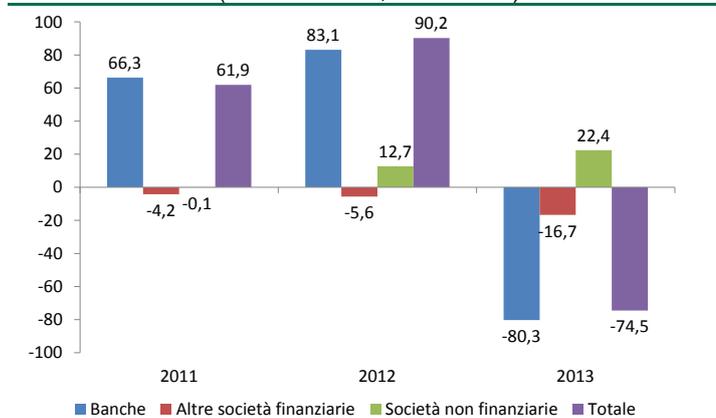


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Italia: emissioni nette di obbligazioni a medio e lungo termine

(valori nominali; mld di euro)



Fonte: Banca d'Italia

Nel 2013 i **titoli obbligazionari detenuti direttamente dalle famiglie** ammontano al 16% delle attività finanziarie totali, un valore molto elevato se confrontato con quello di Germania (4,2%), Francia (1,4%) e Spagna (1,1%). Considerando anche le obbligazioni detenute in modo indiretto attraverso investimenti assicurativi, previdenziali e di risparmio gestito, il peso delle obbligazioni sale a circa il 39% delle attività finanziarie.

Si tratta per la quasi totalità di titoli pubblici, bancari o emessi da società di grandi dimensioni. Le Pmi si finanziano invece quasi esclusivamente attraverso il canale del credito bancario. Un **canale di apertura delle Pmi alla raccolta di capitale obbligazionario è costituito dai mini bond**, introdotti dal decreto Sviluppo del governo Monti, che offrono l'opportunità di ottenere finanziamenti a tasso fisso o variabile con scadenze superiori ai 36 mesi. Tra novembre 2012 e giugno 2014 sono stati emessi mini bond per un importo di 5,7 miliardi da parte di 36 imprese non finanziarie italiane.

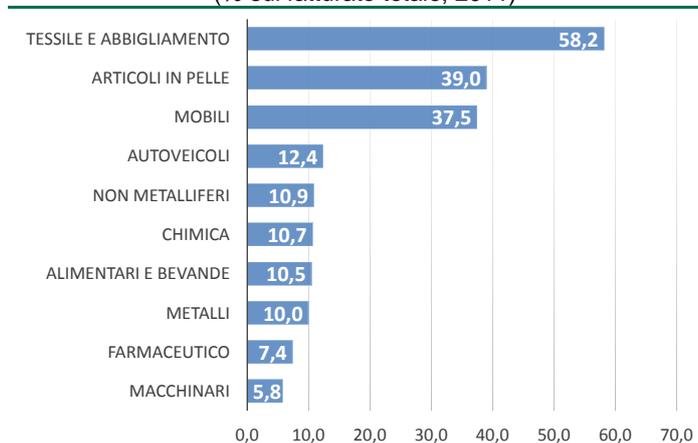
24

16 luglio
2014

Editoriale: Manifattura Italia, tra off-shoring e in-shoring

Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

Imprese italiane all'estero: quota export in Italia (% sul fatturato totale; 2011)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Rapporto Annuale Istat

Diceva Luigi Einaudi che compito del banchiere è conoscere bene non uno, ma tutti i settori merceologici. Meno impegnativo è il ruolo di chi, pur lavorando in una banca, fa il mestiere dell'economista. Un mestiere, come affermava Galbraith, che al massimo può ambire a rendere nobile la professione dell'astrologo. Da economista al servizio di una grande banca "glocale", chi scrive non può che condividere la visione di una struttura industriale italiana più che mai al centro di una fase strutturale di cambiamento. Un cambiamento che sei anni di crisi hanno reso ancora più evidente. Un cambiamento che comunque appariva tracciato già agli albori del secolo odierno nella combinazione di due fattori: l'introduzione della moneta unica europea e l'apertura dei mercati della produzione manifatturiera alla concorrenza dei cosiddetti paesi emergenti, tra cui in primis la Cina.

Da "n" valute a un solo metro monetario. Da uno o pochi distretti produttivi localizzati in Italia a "n" luoghi ove poter produrre le stesse cose nel Mondo. In questo doppio e opposto movimento si iscrive buona parte del processo di trasformazione dell'industria italiana. Una trasformazione che, vista in un contesto domestico, esibisce tratti prevalenti di negatività: un'Italia industriale in declino. Una trasformazione, viceversa, che se guardata da un osservatorio extra-nazionale, vede le imprese italiane rendersi protagoniste di una fase estremamente vivace di apertura globale forse mai sperimentata in passato.

Tutti conosciamo i numeri della deindustrializzazione domestica, quella sviluppata entro i confini nazionali. Pochi invece hanno dimestichezza con i dati sull'incremento di 35mila addetti e di 25 miliardi di euro di fatturato che le controllate all'estero di imprese manifatturiere italiane hanno realizzato tra il 2007 e il 2011. Sono i riscontri di "Reprint" elaborati dal Politecnico di Milano. Ancora più significative sono le rilevazioni compiute



da Eurostat sulle affiliate estere di imprese europee. Secondo questa fonte, il numero di addetti delle affiliate estere di imprese manifatturiere italiane, nei soli paesi extra-UE27, ha raggiunto nel 2011 le 470mila unità, oltre il dieci per cento dell'intera occupazione manifatturiera registrata in Italia alla stessa data (3,9 milioni di addetti).

Nella sua storia anomala di valuta tendenzialmente "forte", l'euro ha attribuito agli imprenditori italiani una facoltà nuova prima assai poco conosciuta e praticata. Alla sua nascita l'euro è nato che valeva 90 centesimi di dollaro. Oggi ne compra circa 140, per un apprezzamento che in meno di tre lustri ha superato il cinquanta per cento. L'euro si è rivalutato nonostante la performance economica, a cominciare dalla crescita del PIL, sia stata più forte altrove rispetto all'eurozona. L'anomalia della forza dell'euro si legge nella sua residualità rispetto alle deliberate scelte di politica valutaria che invece perseguono le autorità monetarie degli USA, della Cina e del Giappone. Nel gran bazar della globalizzazione i principali concorrenti dell'industria europea continuano a considerare il cambio come una leva agibile. Noi non lo abbiamo fatto, stanti i vincoli dettati da uno statuto stilato in un mondo che precedeva l'accesso della Cina nel WTO e non conosceva i rischi oggi tangibili di una deflazione. Ma sono questi rischi di deflazione oggi a contribuire in maniera importante alle nuove e lungimiranti direttrici di espansione monetaria e creditizia intraprese dalla BCE.

Nel bene e nel male, le imprese metabolizzano le variabili del contesto esterno. Come avevano sperimentato vizi e virtù delle svalutazioni competitive della lira, così le imprese italiane hanno conosciuto svantaggi e vantaggi di quella che potremmo chiamare la lunga e progressiva "rivalutazione decompetitiva" dell'euro. Il giogo del super euro ha oggettivamente peggiorato la competitività di prezzo verso i concorrenti collocati fuori dall'area della moneta unica. Ma, al contempo, la forza della moneta unica ha fornito alle imprese già competitive un quid pluris significativo sul fronte delle risorse spendibili per l'acquisizione e/o la costruzione di nuovi insediamenti produttivi al di fuori dei confini dell'area della moneta unica europea. Non tutto il male è venuto per nuocere.

Un numero crescente di imprese italiane, anche di minore dimensione, si è affacciato sui mercati internazionali alla ricerca di vantaggi nei costi di produzione come pure di un radicamento diretto in nuovi e più promettenti mercati di sbocco. Questa è anche la realtà nitidamente fotografata dall'ultimo Rapporto Annuale dell'Istat nella dimensione relativa delle destinazioni del fatturato realizzato all'estero dalle imprese manifatturiere a controllo italiano: una dimensione che nella grande maggioranza dei settori vede il peso dei mercati esteri prevalere sulle reimportazioni in Italia.

Tra internazionalizzazione e delocalizzazione il salto nel Mondo di un'aliquota significativa del nostro ceto produttivo rimane esposto a più di un'insidia, a cominciare dai limiti imposti dalla piccola dimensione. Essere piccoli può ridurre il numero di mercati extra/UE in cui si è in grado di vendere e/o produrre. Come indicano i dati dell'Istat, l'ottanta per cento di chi esporta non più di 75mila euro l'anno serve solo uno o due mercati esteri di sbocco. Questo è un handicap grave quando, come dimostrano i dati dell'ultimo biennio, marcate varianze si consolidano nei consuntivi e nelle prospettive di quello che fino a poco tempo fa veniva rappresentato come il blocco

unitario dei “paesi emergenti”. Sono variazioni geografiche e sono variazioni temporali. Quest’anno il Brasile rallenta, nonostante i Mondiali, mentre il Messico accelera. L’anno scorso valeva il contrario. La Cina cambia pelle, tra riforme strutturali e rischi di bolle. E così via. Un po’ come si dovrebbe fare nell’investimento dei propri risparmi, la nuova frontiera per una sostenibile internazionalizzazione produttiva appare sempre più quella di un’efficiente diversificazione. Mai tutte le uova in un paniere. Ovvero sempre attenti a rivalutare le scelte di insediamento e di sbocco. Non è una cosa facile, specie per una piccola impresa.

Un altro limite che la dimensione impone è quello dell’innovazione. Imprese piccole più difficilmente fanno innovazione o, quantomeno, innovazione strutturata che dia luogo, ad esempio, alla formale registrazione di brevetti. Nell’agone della stagione matura della globalizzazione il difetto di innovazione si paga. E si pagherà ancor più in futuro a fronte di economie post-emergenti che hanno già oggi scalato le posizioni di vertice delle classifiche internazionali. Si stima che quest’anno le spese in ricerca e sviluppo sostenute dalla Cina supereranno i 280 miliardi di dollari contro i 90 della Germania, i 50 della Francia e i 20 dell’Italia. Prima di noi, nella stessa statistica, nel 2014 si collocano anche Corea del Sud, India, Brasile, Australia e persino Taiwan. Di fronte a questi numeri è inevitabile interrogarsi sulla sfida del progetto europeo di reindustrializzazione: l’obiettivo di riportare la quota del manifatturiero al 20 per cento del valore aggiunto entro l’anno 2020 rischia di essere mancato se non sarà corroborato dal contributo strategico degli investimenti in innovazione. Lo sviluppo del Mondo, stanti anche i limiti imposti da demografia e cambiamento climatico, sarà sempre più “innovation-driven” oltre che “industry-driven”.

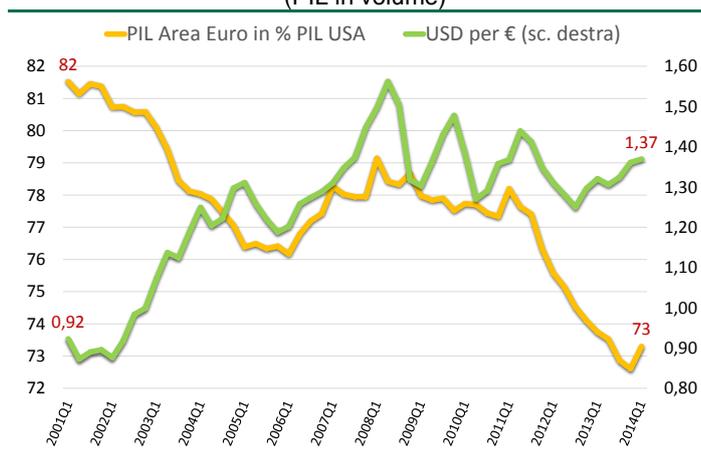
La sfida della reindustrializzazione domestica sarà certamente assai impegnativa per l’Italia. Ma lo sarà anche per l’Europa. La via di tornare indietro a mondi e paradigmi che non esistono più non è praticabile. Il rimedio alla rivalutazione de-competitiva dell’euro non può essere la riproposizione delle svalutazioni pseudo-competitive della lira. Basti pensare che in settori industriali oramai globalmente integrati entro le filiere delle cosiddette GVCs, le “global value chains”, l’operare con una valuta debole diversa dall’euro determinerebbe per i tanti “supplier” italiani solo l’effetto di aumentare i costi a parità dei ricavi loro corrisposti dagli “assembler” finali (tipicamente, tedeschi o francesi): quindi, nessun vantaggio, neppure nel breve periodo. Allo stesso modo, non convincono ipotesi di riconversioni extra-industriali dell’economia italiana, tenendo conto che, con tutti i suoi limiti, all’industria italiana fanno capo l’80 per cento delle esportazioni e il 70 per cento delle spese in ricerca e sviluppo del Paese. E che, per dirne una, il valore per aggiunto per addetto nei servizi di alloggio e ristorazione rimane ancora in Italia inferiore alla metà della produttività per addetto nel manifatturiero.

Più innovazione e più internazionalizzazione. E più investimenti dall’estero, anche perché già oggi, forti soprattutto delle loro maggiori dimensioni medie, le imprese a controllo estero operanti in Italia fanno investimenti doppi e hanno una produttività del venti per cento superiore rispetto alle aziende italiane. Quindi, più Mondo in Italia e più Italia nel Mondo. Questa è la via per tornare ad avere più industria nel futuro del nostro Paese, in coerenza con gli obiettivi di una comunità economica e sociale che punti ad un’idea di sostenibilità ed equità. Un progetto imperniato su imprese e lavoratori, ma

bisognoso di contributi essenziali da soggetti quali le banche e lo Stato. Per le banche, la sfida di accompagnare il ribilanciamento delle fonti di finanziamento delle imprese facilitando l'accesso diretto al mercato globale dei capitali e correggendo l'eccessiva dipendenza dal credito. Per lo Stato non tanto la richiesta del ritorno ad un interventismo "settoriale" diretto quanto la domanda pressante di un abbattimento delle molteplici diseconomie esterne che oggi si frappongono a maggiori investimenti delle "global value chains" nelle mille eccellenze della nostra manifattura. Senza parlare di Germania o Spagna, basti ricordare come in Serbia il tempo medio per chiudere i tre gradi di un processo civile è la metà di quanto si impiega Italia. E come in America la spinta dell'Amministrazione Obama per promuovere la nuova manifattura a stelle e strisce si dispieghi, oltre che sul bonus energetico dello shale-gas, sulla creazione di una fitta rete di partnership pubblico-private di eccellenza nel settore della ricerca applicata e delle infratecnologie (suggerita un'occhiata a www.manufacturing.gov).

Il futuro della manifattura è nella conoscenza e nella trasversalità. Nella contaminazione tra fabbrica, territori, amministrazioni e università. Nelle economie di scopo più che nelle economie di scala. Nella versatilità di utilizzo della medesime piattaforme e nelle opzioni di riuso, come insegna la tecnologia additiva delle stampanti 3D. Nell'accelerazione dei cicli di ricerca e sviluppo e nella necessità di presidiare gli anelli tecnologicamente pregiati della catena delle produzioni, non importa se alla fine il marchio del prodotto finale assemblato ci rimandi ad una nazionalità diversa dalla nostra. Sono tutte cose che esistono nel DNA profondo della nostra industria e della nostra società. Basti pensare all'esperienza virtuosa dei distretti industriali. Si tratta di recuperarle e di reinventarle. E declinarle in concreto per fare dell'Italia un protagonista di rilievo della sfida industriale di "Europa 2020".

Cambio euro/dollaro e ratio tra PIL
(PIL in volume)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Eurostat

Il mio nome è bond, mini bond

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

Nel 2013 le attività finanziarie delle famiglie italiane sono aumentate del 2,1%, arrivando a 3.896 mld di euro. Tra i vari comparti tra i quali si distribuisce la ricchezza finanziaria i titoli obbligazionari detenuti direttamente dalle famiglie ammontano al 16% delle attività finanziarie totali, un valore molto elevato se confrontato con quello di Germania (4,2%), Francia (1,4%) e Spagna (1,1%). Questo valore sottostima tuttavia il peso reale del segmento obbligazionario perché non rileva la quota di obbligazioni detenute in modo indiretto.

Analizzando il portafoglio degli investimenti assicurativi, previdenziali e di risparmio gestito delle famiglie italiane, si rileva uno stock aggiuntivo di obbligazioni di circa 870 mld di euro che si aggiungono ai 625 mld di euro detenuti direttamente. Il peso delle obbligazioni sulle attività finanziarie delle famiglie così calcolato sale a circa il 39% del totale.

I titoli di debito, detenuti direttamente o indirettamente, sono per la quasi totalità pubblici, bancari o emessi da società di grandi dimensioni. Le Pmi si finanziano invece quasi esclusivamente attraverso il canale del credito bancario. Il particolare momento di debolezza congiunturale, la minor offerta di credito e la flessione dei rendimenti delle obbligazioni hanno creato le premesse per accelerare l'apertura alle Pmi del mercato obbligazionario attraverso lo sviluppo di "mini bond".

I mini bond offrono l'opportunità di ottenere finanziamenti a tasso fisso o variabile e con scadenze superiori ai 36 mesi. L'emissione di mini-bond non ha ripercussioni dirette sugli affidamenti in essere concessi dalla banca all'impresa, non comporta segnalazioni in Centrale dei rischi e non prevede garanzie aziendali o personali. Dal lato della domanda l'interesse nasce dai rendimenti, superiori a quelli delle obbligazioni tradizionali.

Tra novembre 2012 e giugno 2014 sono stati emessi mini bond per un importo di 5,7 miliardi da parte di 36 imprese non finanziarie italiane. A queste si aggiungono due società non finanziarie estere che hanno emesso mini bond per un valore prossimo a un miliardo. Si tratta nel complesso di un mercato piuttosto ridotto, inferiore per ora alle aspettative. Pur offrendo rendimenti interessanti e presentando alcuni vantaggi fiscali rispetto al passato, i mini bond faticano al momento a riscuotere interesse presso gli investitori istituzionali italiani.

Gli investimenti obbligazionari delle famiglie italiane

Nel 2013 le attività finanziarie delle famiglie italiane sono aumentate del 2,1%, arrivando a 3.896 mld di euro, per effetto dell'aumento del corso dei titoli e dell'incremento del tasso di risparmio che in termini nominali ha raggiunto l'11%. Rispetto al 2012 si è registrato un considerevole aumento nel flusso di acquisto delle attività finanziarie, passato da 12 a 30 mld di euro.

Tra le diverse *asset-class* nel 2013 si assiste a un incremento dell'investimento in azioni, partecipazioni e in risparmio gestito a fronte di un deflusso nel mercato delle obbligazioni pubbliche e bancarie. Questa dinamica appare legata dal lato della domanda alla ricerca di rendimenti più elevati rispetto a quelli attualmente offerti dal comparto obbligazionario e dal lato dell'offerta al comportamento delle banche che, a fronte di esigenze di raccolta meno pressanti, hanno fatto un minor ricorso all'emissione di obbligazioni. Gli intermediari bancari hanno inoltre promosso in misura maggiore rispetto al passato il collocamento di prodotti di risparmio gestito in grado da

un lato di garantire una buona redditività in termini di commissioni, dall'altro di offrire ai risparmiatori soluzioni di investimento in linea con le loro esigenze.

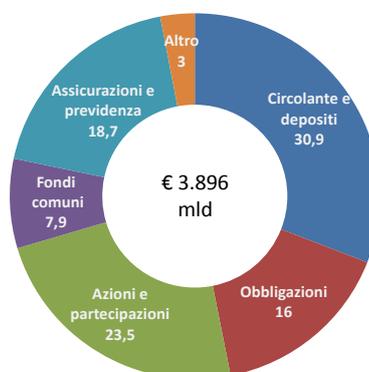
Nonostante la buona dinamica registrata nel 2013 degli investimenti nelle componenti a maggior contenuto di rischio, la composizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane per quasi un terzo del totale appare concentrata in attività liquide (circolante e depositi). Questa componente ammonta al 31% del totale un valore più elevato di 3,6 punti percentuali rispetto a quello pre-crisi del 2007 (27,3%). L'aumento della componente liquida non costituisce tuttavia una peculiarità italiana. I dati della Banca centrale europea evidenziano come nella media dell'area euro si sia registrato un incremento rispetto al 2007 pressochè analogo a quello italiano (+3,4 punti percentuali) a fronte di un valore assoluto ancora più elevato (35,2%).

Una notevole differenza rispetto ai principali paesi dell'eurozona si riscontra invece nel settore obbligazionario. In Italia i titoli obbligazionari detenuti direttamente dalle famiglie ammontano al 16% delle attività finanziarie totali, un valore molto elevato se confrontato con quello di Germania (4,2%), Francia (1,4%) e Spagna (1,1%).

La detenzione diretta di obbligazioni sottostima tuttavia il ruolo che il segmento obbligazionario svolge per l'allocazione delle attività finanziarie delle famiglie italiane. Osservando i principali comparti tra i quali si distribuisce la ricchezza finanziaria, oltre alla componente di liquidità e alle obbligazioni, troviamo un 23,4% in azioni e partecipazioni, un 7,9% in fondi comuni e un 18,7% in riserve assicurative e previdenziali.

Italia: distribuzione delle attività finanziarie delle famiglie nel 2013

(quote %)



Fonte: Banca d'Italia

Lasciando da parte la componente azionaria, quelle relative ai fondi comuni e alle riserve assicurative e previdenziali presentano una notevole concentrazione del patrimonio investito nel settore obbligazionario.

I fondi comuni italiani investono in titoli di stato il 47% del proprio patrimonio, le gestioni patrimoniali il 41% i fondi pensione il 55%, le assicurazioni addirittura il 67%.

Si tratta in prevalenza di titoli di stato italiani. Fatto 100 l'investimento totale in titoli di Stato da parte di questi intermediari, quelli italiani ammontano a 50 nei fondi pensione, a 72 nei fondi comuni, a 80 nelle gestioni patrimoniali e a 92 nelle assicurazioni vita.

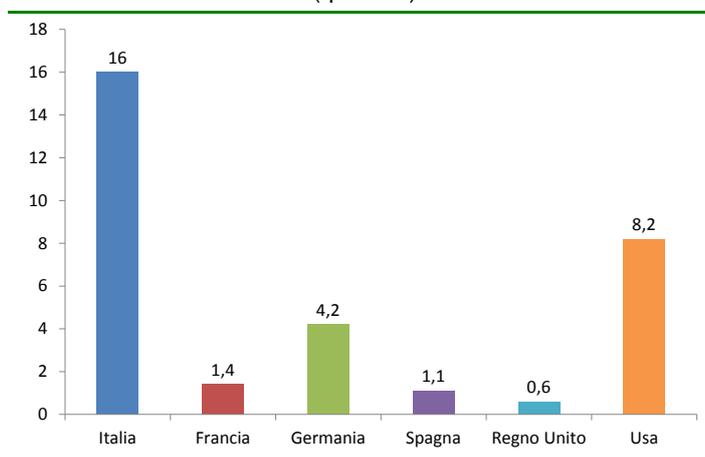
Oltre alla quota di patrimonio investita in titoli di stato un'altra porzione rilevante è investita in obbligazioni private. Tale quota ammonta all'11% per i fondi pensione, il 18% per i fondi comuni, il 25% per le gestioni patrimoniali e il 23% per le assicurazioni.

Complessivamente la quota investita in obbligazioni (pubbliche e private) risulta pari al 66% per i fondi comuni, i fondi pensione e le gestioni patrimoniali e sale al 90% per le assicurazioni. Si tratta di valori molto più elevati rispetto a quelli europei, basti pensare che secondo i dati forniti dalla Bce l'attivo di fondi pensione e compagnie assicurative a fine 2013 era investito solo per il 33% in obbligazioni (19% pubbliche e 14% private).

Nell'insieme, le obbligazioni detenute dalle famiglie italiane in modo indiretto, per effetto degli investimenti assicurativi, previdenziali e di risparmio gestito, ammontano a circa 870 miliardi di euro che si aggiungono ai 625 mld di euro detenuti direttamente in portafoglio. Il peso delle obbligazioni sulle attività finanziarie delle famiglie così calcolato arriva così a circa il 39% del totale.

Obbligazioni detenute direttamente dalle famiglie in % delle attività finanziarie

(quote %)



Fonte: Banca d'Italia

L'andamento dei titoli obbligazionari italiani

Visto dal lato dell'offerta, il mercato obbligazionario italiano nel 2013 ha registrato volumi considerevoli di emissioni sia di titoli pubblici (81 mld di euro a fronte dei 46 mld del 2012) sia di obbligazioni private (90 mld di euro nel 2013). I flussi di emissioni hanno potuto contare su una domanda sostenuta anche in uno scenario di rendimenti decrescenti. Nel 2013 i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani sono diminuiti su tutte le scadenze; in particolare i rendimenti decennali sono passati dal 4,5% al 4,1%. Lo spread con i titoli tedeschi si è contratto per effetto anche di un aumento dei tassi sul Bund tedesco dall'1,3% all'1,9%.

La dinamica si è confermata anche nel 2014, il tasso sul Btp decennale ha continuato a flettere, scendendo dal 4% di inizio anno all'attuale 2,8%, valore minimo registrato dagli anni novanta quando questi titoli sono stati introdotti per la prima volta sul mercato.

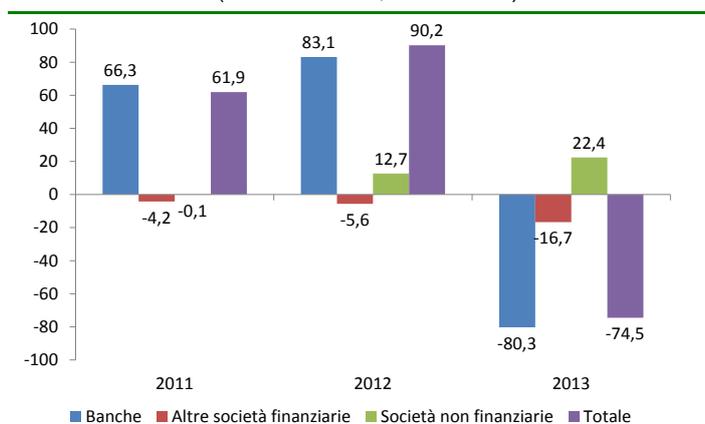
Il calo dei differenziali con il bund tedesco appare legato sia a circostanze derivanti dall'andamento dell'economia internazionale sia alla mutata percezione circa le prospettive di ripresa dell'economia italiana. Sul fronte internazionale i ripetuti interventi a sostegno dei mercati operati dalla Bce e i passi compiuti verso il consolidamento dell'Unione bancaria hanno contribuito a ridurre le tensioni in merito alle prospettive

dell'Unione monetaria. Nel contempo si sono anche registrati miglioramenti nelle dinamiche economiche dei paesi periferici dell'Eurozona che avevano contribuito in modo più accentuato ad alimentare le tensioni sui debiti sovrani.

Il rallentamento della crescita delle economie emergenti e il consolidamento delle prospettive di ripresa, seppure a passo contenuto, delle economie avanzate hanno contribuito ad alimentare la domanda estera di titoli pubblici italiani su tutte le scadenze. Oltre che sui titoli decennale, lo spread si è ridotto in misura pressoché analoga anche sulle scadenze a tre e cinque anni.

Italia: emissioni nette di obbligazioni a medio e lungo termine

(valori nominali; mld di euro)



Fonte: Banca d'Italia

Il segmento delle obbligazioni private è stato caratterizzato nel 2013 da flussi di rimborsi molto elevati. Le emissioni nette, date dai flussi di emissioni al netto dei rimborsi, sono state negative per 75 mld di euro a fronte dei 90 miliardi di attivo del 2012. Questo risultato è derivato dalla dinamica delle banche per le quali il saldo fra emissioni e rimborsi di obbligazioni bancarie è stato negativo per 80 miliardi, così come per le altre società finanziarie che hanno registrato un saldo negativo pari a 17 mld di euro, mentre le emissioni nette delle società non finanziarie sono aumentate di 22 miliardi.

Nel 2013 il rendimento medio delle obbligazioni denominate in euro emesse da società non finanziarie, sia italiane sia estere, con elevato merito di credito (investment grade) ha registrato una flessione nella prima parte dell'anno raggiungendo il valore minimo nel mese di aprile (1,7%), per poi risalire e arrivare al 2,1% a fine anno. La flessione dei rendimenti ha riguardato anche i titoli più rischiosi (high yield) passati nel corso dell'anno dal 5,6 al 4,9%.

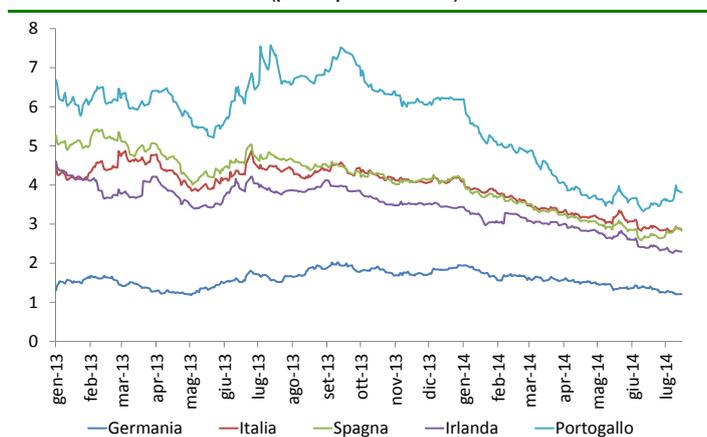
Le minori tensioni sui rischi sovrani hanno creato condizioni di mercato più favorevoli per le imprese italiane che sono ricorse al mercato obbligazionario. I premi per il rischio sulle obbligazioni di queste società hanno registrato una flessione maggiore rispetto a quella di imprese appartenenti ad altri paesi dell'area euro. In termini assoluti, tuttavia i premi a rischio delle imprese italiane restano più elevati di circa 0,3 punti percentuali rispetto a quelli medi registrati nell'eurozona.

Una dinamica analoga si è registrata anche nel settore bancario nel quale i premi a rischio sono diminuiti in modo più accentuato rispetto a quanto accaduto in altri paesi

(circa un punto percentuale), pur mantenendo un valore più elevato di 0,9 punti percentuali rispetto a quelli delle banche francesi e 1,4 punti percentuali rispetto alle banche tedesche

Rendimenti dei titoli sovrani decennali

(punti percentuali)



Fonte: Thomson Reuters

Dai bond ai mini bond

Nonostante il rilevante peso del comparto obbligazionario tra le attività finanziarie delle famiglie italiane, i titoli di debito detenuti direttamente o indirettamente, sono per la quasi totalità pubblici, bancari o emessi da società di grande dimensione. Le piccole e medie imprese, che costituiscono quasi il 95% delle imprese italiane, si finanziano invece quasi esclusivamente attraverso il canale del credito bancario. Il particolare momento di debolezza congiunturale, la minor offerta di credito e la flessione dei rendimenti delle obbligazioni hanno creato le premesse per accelerare l'apertura alle Pmi del mercato obbligazionario attraverso lo sviluppo di un mercato di "mini bond".

Il primo passo è stato compiuto dal "Decreto sviluppo" del governo Monti, (D.L.83/2012), che nel 2012 ha rimosso alcuni limiti posti dal codice civile e introdotto agevolazioni fiscali per l'emissione dei cosiddetti "mini bond". Successivamente sono stati effettuati ulteriori interventi normativi culminati con il decreto denominato "Destinazione Italia" (D.L.145/2013) volto a favorire l'emissione e la sottoscrizione di questa particolare categoria di bond.

Dal lato dell'impresa i mini bond possono rappresentare uno strumento molto interessante dal momento che offrono l'opportunità di ottenere finanziamenti a tasso fisso o variabile e con scadenze superiori a 36 mesi. L'emissione di mini-bond non ha inoltre ripercussioni dirette sugli affidamenti in essere concessi dalla banca all'impresa, non comporta segnalazioni in Centrale dei rischi e non prevede garanzie aziendali o personali. L'assunzione di un debito obbligazionario può anche generare effetti favorevoli sul rating dell'impresa.

Dal lato della domanda l'interesse che i mini bond hanno suscitato è relativo ai rendimenti, ovviamente superiori a quelli medi delle obbligazioni tradizionali.

Per la quotazione dei mini bond Borsa Italiana ha attivato un nuovo segmento del mercato obbligazionario, denominato ExtraMot Pro. I dati del Ministero del Tesoro evidenziano come tra novembre 2012 e giugno 2014 siano stati emessi mini bond per un importo di 5,7 miliardi da parte di 36 imprese non finanziarie italiane. A queste si aggiungono due società non finanziarie estere che hanno emesso mini bond per un

valore prossimo a un miliardo. Le società emittenti appartengono a comparti eterogenei dei servizi e della manifattura. In una prima fase, fino alla fine del 2013, le emissioni sono state generalmente di importo unitario elevato e hanno fatto capo quasi interamente a società di maggiori dimensioni, i collocamenti sono stati pari in media a circa 290 mln di euro. Da inizio 2014 si è registrato invece un aumento del numero di emissioni di importo più contenuto operate da imprese di dimensione inferiore, con un importo medio dei collocamenti sceso a circa 45 mln di euro.

Si tratta nel complesso di un mercato piuttosto ridotto, inferiore sinora alle aspettative. Pur offrendo rendimenti interessanti e presentando alcuni vantaggi fiscali rispetto al passato, i mini bond faticano a riscuotere interesse presso gli investitori istituzionali italiani.

Parte del problema è legato a due elementi che li caratterizzano: la scarsa liquidità, che rende difficile per gli investitori la possibilità di liquidarli sul mercato; la mancanza per quasi tutte le emissioni di un rating che consenta agli investitori una valutazione sul grado di rischio associato ai rendimenti più elevati garantiti da questa forma di investimento rispetto a quelli di obbligazioni tradizionali.

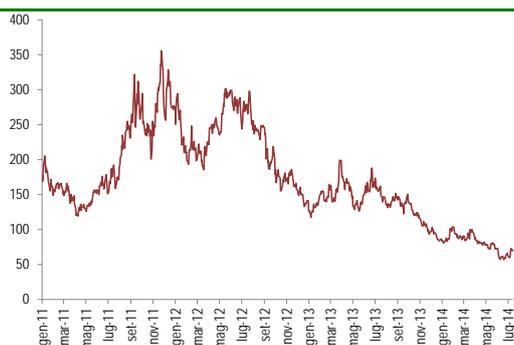
In ogni caso i minibond non sono strumenti, almeno in questa fase, destinati agli investitori *retail*. Se in prospettiva anche gli investitori privati potranno partecipare al mercato dei mini bond, magari tramite l'assistenza di un consulente finanziario, al momento per sostenere lo sviluppo del mercato è necessario che nascano operatori specializzati nella valutazione e nella costruzione di portafogli di mini bond, ad esempio fondi chiusi, riservati ad operatori qualificati che raccolgano capitale da investire nel medio lungo termine ad un rapporto rendimento/rischio bilanciato. Anche i tradizionali investitori istituzionali, fondi pensione, assicurazioni, fondi comuni di investimento potranno ampliare le loro possibilità di diversificazione e di ottimizzazione dei rendimenti operando nel mercato dei mini bond.

Nel complesso le premesse per uno sviluppo del mercato ci sono, dal momento che da un lato è evidente l'esigenza delle imprese di trovare un canale di finanziamento non bancario, e dall'altro ci sono risorse finanziarie disponibili a nuove opportunità di investimento. Tuttavia lo sviluppo di un mercato dei mini bond di dimensioni adeguate potrebbe richiedere ancora tempi lunghi. In un arco temporale più breve il credito bancario continuerà quindi a rappresentare la fonte di finanziamento prevalente per le piccole e medie imprese italiane.



Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

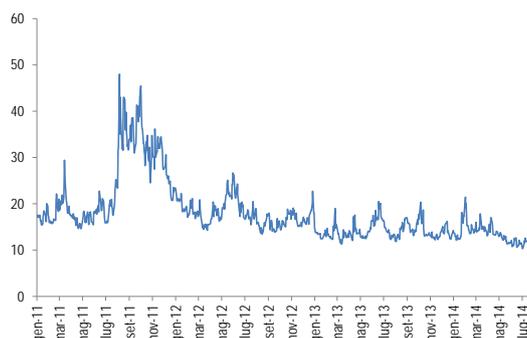
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio passano da 59 a 70.

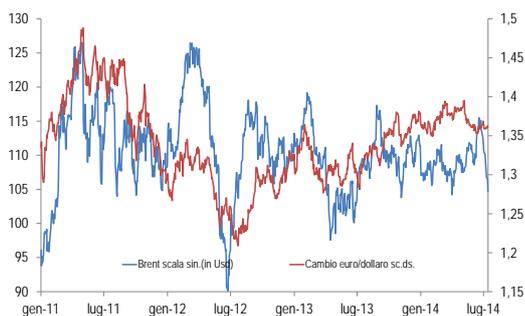
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix nell'ultima settimana passa da 11 a 12.

**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent
(Usd per barile)**



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ a 1,36. Il petrolio di qualità Brent quota \$105 al barile.

**Prezzo dell'oro
(Usd l'oncia)**



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro scende a 1.297 dollari l'oncia.

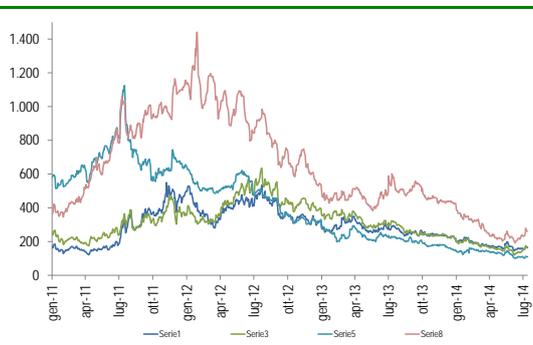
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib nell'ultima settimana passa da 21.273 a 20.422.

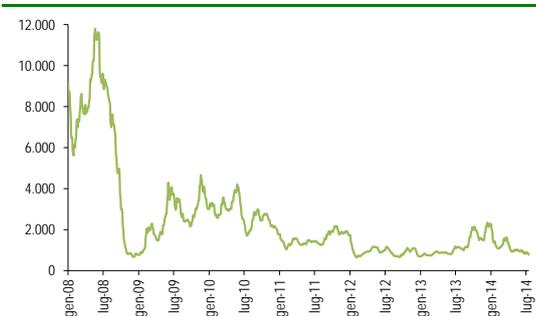
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania
(punti base)**



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 260 pb per il Portogallo, 109 pb per l'Irlanda, 162 pb per la Spagna e 164 pb per l'Italia.

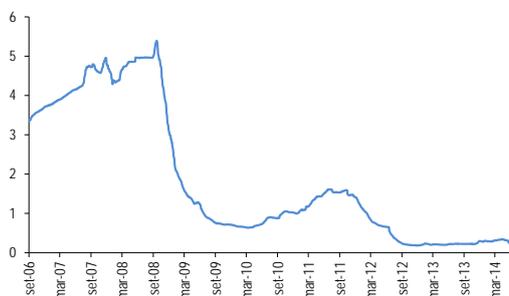
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry nell'ultima settimana scende sotto quota 800.

**Euribor 3 mesi
(val. %)**



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m resta sotto 0,21%.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

