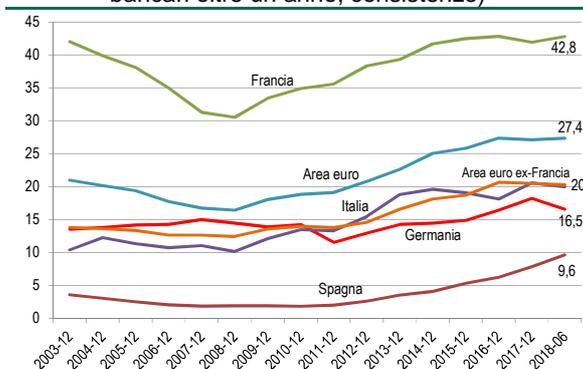


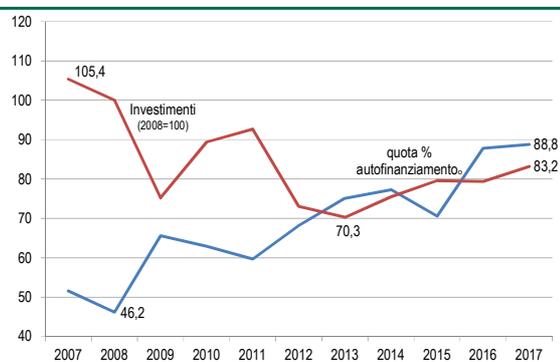
Area euro: contributo dei *corporate bonds* al finanziamento delle imprese

(*corporate bonds* in % *corporate bonds* + prestiti bancari oltre un anno; consistenze)



Fonte: elaborazione Bnl Servizio Studi su dati Bce

Italia: investimenti e autofinanziamento



Fonte: Banca d'Italia, relazione annuale.

La condizione complessiva delle imprese italiane appare in costante miglioramento: nel 2017 è aumentato il fatturato, cresciuta la percentuale delle imprese in utile, rafforzata la posizione finanziaria. Queste dinamiche congiunturali non cambiano, però, alcuni tratti strutturali del sistema imprenditoriale italiano nel quale rispetto agli altri principali paesi europei ad una presenza di PMI relativamente più intensa si affianca un sottodimensionamento delle imprese maggiori.

Il **miglioramento della condizione delle imprese italiane** si riflette in misura ancora timida sulla domanda di credito, tornata positiva ma con valori ancora relativamente modesti. Oltre alla crescita dell'autofinanziamento e della liquidità prontamente disponibile, a sottrarre spazio ai prestiti bancari è la crescita del mercato dei corporate bonds. Di questa evoluzione hanno approfittato soprattutto le imprese di maggiore dimensione.

n. 31 14 settembre 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Finanziamento delle imprese italiane: una realtà in movimento

S. Carletti  silvano.carletti@bnlmail.com

La condizione complessiva delle imprese italiane appare in costante miglioramento. Per il quinto anno consecutivo, nel 2017 si è registrato un aumento del fatturato. Sia l'ulteriore discesa del rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto sia una incidenza degli oneri finanziari ai minimi dal 2007 evidenziano un rafforzamento della posizione finanziaria. Nel 2017, per il secondo anno consecutivo il numero delle società che hanno migliorato il proprio rating ha superato quello delle aziende che invece lo hanno peggiorato.

La quota di imprese che dichiara di aver chiuso in utile il 2017 è risultata pari a quasi il 75%, un valore storicamente elevato e oltre 6 p.p. superiore a quello di due anni prima. La percentuale supera il 77% nel caso delle imprese del settore manifatturiero, si ferma al 73% per quelle dei servizi e scende al di sotto del 70% nel comparto delle costruzioni.

Queste dinamiche congiunturali non cambiano alcuni tratti strutturali del sistema imprenditoriale italiano nel quale rispetto agli altri principali paesi europei ad una presenza di PMI relativamente più intensa si affianca un sottodimensionamento delle imprese maggiori. Sotto quest'ultimo profilo è da evidenziare che le differenze tra l'Italia e i principali paesi europei si sono considerevolmente approfondite nel più recente quinquennio.

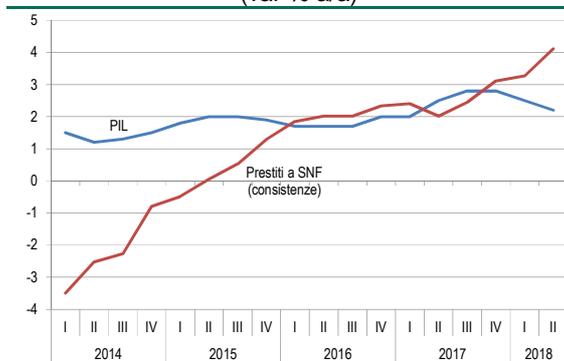
Il miglioramento della condizione delle imprese italiane si riflette in misura molto timida sulla domanda di credito. Negli ultimi mesi la dinamica dei prestiti alle imprese (al netto delle cartolarizzazioni) è tornata positiva ma per valori ancora relativamente modesti. I fattori che stanno modificando il rapporto tra imprese e circuito bancario sono individuabili da un lato nei mutamenti della gestione aziendale che hanno prodotto un ridimensionamento dell'indebitamento esterno, dall'altro lato nella crescita della capacità di offerta dei canali finanziari non bancari.

Oltre alla crescita dell'autofinanziamento e della liquidità prontamente disponibile, a sottrarre spazio ai prestiti bancari è lo sviluppo del mercato dei *corporate bonds*. Di questa evoluzione hanno approfittato soprattutto le imprese di maggiore dimensione. I dati a disposizione, infatti, evidenziano chiaramente la debolezza della domanda per i titoli emessi dalle PMI.

L'economia italiana sta evidenziando in questi mesi qualche segnale di indebolimento (+0,2% t/t nel secondo trimestre del 2018) con una riduzione del tasso annuo di crescita (a +1,2%). La flessione è condivisa da altri paesi europei, area che comunque nell'insieme marcia ad un ritmo nettamente superiore a quello italiano (in termini annui, +1,7% per la Francia, +1,9% per la Germania, +2,2% per l'insieme dell'eurozona).

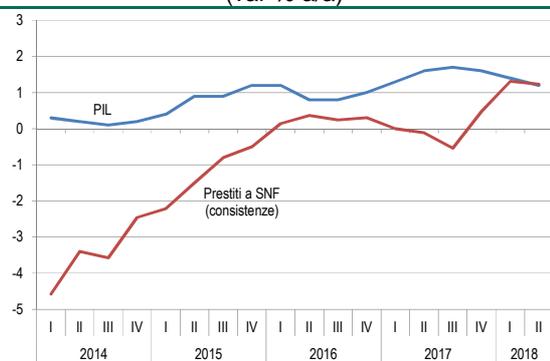
Sia a livello nazionale sia a livello continentale la domanda interna ha contribuito positivamente alla crescita mentre la componente estera netta ha fornito un apporto negativo. Il rischio di una escalation protezionistica alimenta il timore di un ulteriore rallentamento. L'orientamento prevalente tra gli analisti è che l'indebolimento in atto in questi mesi possa diventare nel prossimo anno più evidente sia per l'intera eurozona (crescita annua del 2% circa), sia per l'Italia (poco sopra l'1%).

**Area euro:
dinamica del Pil e dei prestiti a SNF**
(var % a/a)



Fonte: Eurostat, Bce

**Italia:
dinamica del Pil e dei prestiti a SNF**
(var % a/a)



Fonte: Istat, Bce.

In miglioramento la condizione complessiva delle imprese italiane

Seppure il quadro economico generale registri un appannamento, la condizione complessiva delle imprese italiane appare in costante miglioramento. Per il quinto anno consecutivo¹, nel 2017 si è registrato un aumento del fatturato (+4,3%), in misura importante tuttavia indotto dall'accresciuto costo degli input produttivi (materie prime in particolare). I debiti finanziari sono nell'insieme aumentati ma questo effetto è dovuto ad un ristretto numero di imprese medio-grandi. Sia l'ulteriore discesa del rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto sia una incidenza degli oneri finanziari ai minimi dal 2007 evidenziano un rafforzamento della posizione finanziaria.

La conferma di una favorevole evoluzione in atto è fornita dall'andamento del rischio di insolvenza elaborato dal Cerved² utilizzando i dati di bilancio di quasi 600mila imprese. Nel 2017, per il secondo anno consecutivo il numero delle società che hanno migliorato il proprio rating ha superato quello delle aziende che invece lo hanno peggiorato. Sulla base delle informazioni disponibili, il 53% delle imprese può considerarsi in diversa misura solida, un altro 31% ha un profilo positivo ma potrebbe risultare vulnerabile a mutamenti improvvisi del mercato. Le imprese giudicabili a rischio sono il restante 16-17%, titolari di circa il 13% dei debiti in essere verso il sistema finanziario, una quota inferiore di oltre 4 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

L'analisi del Cerved fornisce due ulteriori indicazioni. La prima è la tendenziale polarizzazione in atto nel sistema, con un aumento delle società inserite nella classe di massima solidità o in quella di forte fragilità. Nel 2017 questo secondo movimento è risultato sensibilmente più forte del primo. La seconda indicazione che si ricava dall'indagine è la stretta relazione tra dimensione d'impresa e miglioramento del rating: la differenza tra *upgrading* e *downgrading* risulta positiva per quasi 13 punti percentuali per le imprese grandi, negativa per 1 p.p. nel caso delle microimprese. L'incrocio tra questi due trend si sta traducendo in una frequenza di imprese a rischio ben più alta tra le imprese micro (19% a fine 2017) di quanto non riscontrabile per le imprese medie (9,7%) o grandi (5,5%). Le controparti finanziarie tendono ad amplificare questa tendenza con una riduzione dei finanziamenti che nel caso delle microimprese non è limitato alle società più fragili ma ha riguardato anche molte delle altre aziende di dimensione simile.

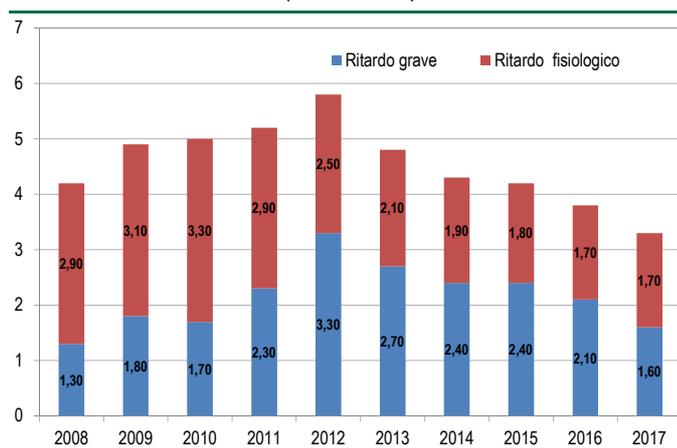
¹ Cerved, Osservatorio sui bilanci 2017, luglio 2018. Le indicazioni contenute nel documento sono tratte dai bilanci di circa 150mila imprese.

² Cerved, *Up&Down. Come cambia il rischio delle imprese*, giugno 2018

Il tendenziale miglioramento dello scenario suggerito da questo termometro è confermato da altri dati. Nel I trimestre 2018 è proseguito il trend di diminuzione dei fallimenti, processo in atto da 10 trimestri. Se sotto il profilo settoriale il calo appare diffuso all'intera economia, comparto delle costruzioni compreso, a livello territoriale il quadro si presenta meno omogeneo con importanti eccezioni in tutte le circoscrizioni geografiche ma soprattutto tra le regioni meridionali.

Il miglioramento della condizione delle imprese è legato in qualche misura alla maggiore efficienza del circuito dei pagamenti e in particolare alla graduale regolarizzazione dei pagamenti delle amministrazioni pubbliche. Negli ultimi anni, anche grazie all'introduzione della fatturazione elettronica (obbligatoria dal 31 marzo 2015) il numero delle pubbliche amministrazioni che paga i fornitori con tempi medi più lunghi di quelli previsti dalla normativa vigente si è sensibilmente ridotto. L'ammontare dei debiti della PA, pari a poco meno del 6% del Pil nel 2012, sarebbe sceso al 3,3% alla fine dello scorso anno (stima della Banca d'Italia), con circa metà di questa quota definita fisiologica (cioè coerente con i tempi di pagamento stabiliti contrattualmente dalle parti).

Italia: ritardo nei pagamenti della PA (in % del Pil)



Fonte: Banca d'Italia, relazione annuale

Anche sotto il profilo reddituale il quadro appare favorevole. Secondo la consolidata indagine della Banca d'Italia³, la quota di imprese che dichiara di aver chiuso in utile il 2017 è risultata pari a quasi il 75%, un valore storicamente elevato e oltre 6 p.p. superiore a quello di due anni prima. La percentuale supera il 77% nel caso delle imprese del settore manifatturiero, non arriva al 73% per quelle dei servizi, scende al di sotto del 70% nel comparto delle costruzioni. Pur condividendo la generale tendenza al miglioramento (due anni fa erano al di sotto del 60%), le imprese delle costruzioni hanno continuato a risentire di una ridotta attività, riflesso soprattutto della minore domanda del settore pubblico.

³ Si tratta dell'indagine INVIND che, svolta con cadenza annuale, coinvolge poco meno di 5000 imprese. L'universo di riferimento dell'indagine è costituito dalle imprese con sede amministrativa in Italia, appartenenti ai settori dell'industria in senso stretto, dei servizi privati non finanziari e delle costruzioni. La soglia dimensionale minima è fissata a 20 addetti nei primi due casi, a 10 addetti per le imprese del comparto delle costruzioni.

Segnali di risveglio sul fronte degli investimenti

Il diffuso recupero di redditività ha incoraggiato gli investimenti, seppure in misura meno intensa dell'anno precedente. La spesa è risultata più sostenuta tra le imprese di minore dimensione e/o esposte alla domanda estera. In misura più intensa dell'anno precedente, un'ampia quota (oltre il 50%) delle imprese che hanno effettuato investimenti ha beneficiato di almeno una delle misure di incentivo in vigore (nuova Sabatini, credito d'imposta, super-ammortamento, iper-ammortamento). Tra queste misure quella più utilizzata è stata il super-ammortamento, finalizzato a sostenere gli acquisti di nuovi beni strumentali.

Si stima che almeno un decimo della spesa aggregata per investimenti sia stato destinato all'adozione di tecnologie avanzate. Il ricorso alle agevolazioni per gli investimenti previsti dal piano nazionale "Impresa 4.0" è stato più frequente tra le imprese di maggiore dimensione e in alcuni particolari comparti dell'industria manifatturiera (metalmecanica, chimica e farmaceutica, gomma e plastica). L'obiettivo del piano è quello di rendere più intenso il processo di adozione delle nuove tecnologie digitali, processo che vede l'Italia in sensibile ritardo rispetto alla media dell'eurozona⁴.

È utile rilevare che una quota assai elevata della spesa annua per investimenti viene realizzata da un ristretto numero di imprese. Nella media degli ultimi 15 anni al primo decimo delle imprese impegnate a rafforzare la propria struttura produttiva è attribuibile oltre metà della spesa annua per investimenti, una quota che nell'ultimo biennio è risultata anche più elevata (a ridosso del 60%). Le aziende che costituiscono questo decimo di imprese, ovviamente, mutano di anno in anno rimanendo in questo ristretto insieme per uno-due anni. Concluso un periodo di intensa accumulazione (segnalato da un elevato rapporto investimenti/fatturato) trascorrono in media circa 20 anni prima che la stessa impresa ne intraprenda un altro.

Se nel 2017 gli investimenti sono stati trainati soprattutto dall'aumento della spesa delle PMI, i piani di spesa per il 2018 lasciano intravedere un'intensificazione del ritmo di accumulazione delle imprese con almeno 500 addetti, imprese che nell'ultimo biennio hanno fornito un contributo solo modesto alla dinamica complessiva.

Il miglioramento congiunturale non muta il profilo strutturale del sistema imprenditoriale italiano

Le dinamiche congiunturali non hanno intaccato le debolezze strutturali del sistema imprenditoriale italiano nel quale rispetto agli altri principali paesi europei ad una presenza di PMI relativamente superiore si affianca un sottodimensionamento delle imprese maggiori. Su quest'ultimo aspetto fornisce utili indicazioni una ricerca di Mediobanca⁵ che prende in considerazione i primi dieci gruppi manifatturieri quotati in Italia, Francia, Germania e Regno Unito. Il gap dimensionale è evidenziato da tutti gli indicatori proposti: dal fatturato (€9 mld in media per i top player italiani a fronte degli €80 mld della Germania, dei €36 della Francia e dei €19 del Regno Unito) alla capitalizzazione di Borsa (a fine 2017 quella media dei gruppi italiani si ferma a €10 mld mentre nel caso degli altri paesi ci si posiziona tra €51 e €62 mld). A livello di fatturato, contenute si presentano le differenze per quanto riguarda l'incidenza delle vendite all'estero (dal 78% nel caso italiano all'88% in quello inglese).

⁴ Nel 2017 solo il 9% delle imprese italiane aveva introdotto processi di gestione integrata delle informazioni lungo la catena del valore (supply chain management), contro il 17% della Germania e il 15% della Francia (cfr. Banca d'Italia, Relazione annuale, maggio 2018).

⁵ R&S, *Annuario R&S (ediz. 2018)*, luglio 2018.

Se dai valori assoluti si passa a quelli relativi il quadro non cambia. L'incidenza del fatturato dei primi dieci gruppi sul totale del fatturato del settore manifatturiero nazionale è pari al 24,6% in Germania, al 15,7% in Francia, all'8,3% nel Regno Unito ma arriva solo al 5,2% in Italia. Non diversa la conclusione quando si considera il mercato azionario: la quota dei 10 maggiori gruppi manifatturieri sul totale della capitalizzazione di Borsa si attesta in Italia al 15% a fronte del 33% della Germania e al 23% della Francia.

Un aspetto da evidenziare è che queste differenze si sono considerevolmente approfondite nel più recente quinquennio. Tra il 2013 e il 2017 la crescita del fatturato dei 10 maggiori gruppi manifatturieri quotati italiani (+10,7%) è poco più della metà di quella rilevabile in Germania o Francia (sopra il 19% in entrambi i casi). La dinamica occupazionale propone differenze anche più ampie: la crescita cumulata nel periodo inferiore al 2% per i gruppi italiani si confronta con l'8,6% della Germania, il 7,9% della Francia e il 4,4% del Regno Unito. Conclusione non diversa se si guarda agli investimenti: quelli realizzati dai top player dell'industria manifatturiera italiana sono una frazione di quelli completati dagli omologhi degli altri paesi europei. Tuttavia, se si rapporta la spesa per investimenti alla dimensione del fatturato il dato italiano (4% nella media del quinquennio) si confronta bene con quello di Francia (3,9%) e Regno Unito (3,3%) pur rimanendo molto lontano dal dato tedesco.

Riflessi molto timidi sulla domanda di credito

Da qualche tempo si è dovuto constatare che il miglioramento della condizione delle imprese italiane e l'intensificazione della loro attività si riflette in misura molto timida sulla domanda di credito. In effetti, negli ultimi mesi la dinamica dei prestiti alle imprese (al netto delle cartolarizzazioni) è tornata stabilmente positiva ma per valori ancora relativamente modesti (+1,8% a/a a luglio) e sensibilmente lontani da quelli prevalenti negli altri principali paesi dell'eurozona: la crescita annua dell'aggregato nei primi sette mesi del 2018 è risultata pari a +1,7% in Italia, +5,3% in Germania, +6,1% in Francia, +8,6% in Belgio, +3,6% nell'insieme dell'area euro; valori più modesti si rilevano solo in Spagna (-0,3%) e nei Paesi Bassi (+0,3%).

È possibile, peraltro che l'accelerazione di questi mesi (appena +0,1% a/a nel secondo semestre 2017) sia in misura non trascurabile dovuta alle condizioni che regolano le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine TLTRO 2 promosse dalla Bce nel 2016⁶.

La debole crescita dei prestiti alle imprese italiane sembra in questa fase un problema prevalentemente di domanda piuttosto che di offerta. Per effetto del perdurante tono accomodante della politica monetaria europea, infatti, le banche sono generalmente disponibili a valutare positivamente le richieste di credito (allentamento dei criteri di offerta) e i finanziamenti sono erogati ad un tasso d'interesse particolarmente contenuto (secondo la Banca d'Italia, a fine luglio il tasso richiesto alle imprese per i

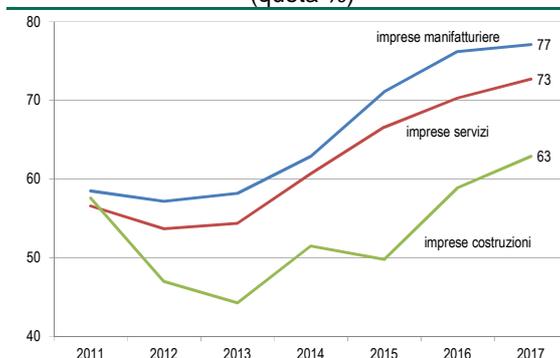
⁶ Il rifinanziamento delle economie dell'eurozona attuato dalla Bce attraverso il piano TLTRO 2 fu effettuato attraverso 4 aste tenutesi con cadenza trimestrale tra giugno 2016 e marzo 2017. I finanziamenti hanno durata quadriennale (quindi marzo 2020 prima data rimborso) ma le banche possono rimborsarli anticipatamente (parzialmente o totalmente) dalla fine del secondo anno. Il tasso d'interesse è pari al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principale alla data di aggiudicazione (da marzo 2016 questo tasso è fissato allo 0,00%). Tale tasso può essere ridotto se le erogazioni al settore privato non finanziario (mutui immobiliari esclusi) hanno ecceduto nel periodo 1° febbraio 2016 - 31 gennaio 2018 un determinato *benchmark* in misura pari ad almeno il 2,5%. In tal caso il tasso è allineato al tasso dei depositi presso la BCE (deposit facility). Da marzo 2016 quest'ultimo tasso è pari a -0,40%.

nuovi prestiti di importo inferiore a un milione di euro era inferiore al 2%, quello relativo ai prestiti superiori a un milione di euro era invece pari a 1,12%).

Riflettendo sulle informazioni a disposizione, sembra acquisito che il legame tra attività economica e domanda di finanziamenti bancari delle imprese sia diventato strutturalmente più debole. In effetti, i prestiti alle società non finanziarie sono tornati a crescere solo all'inizio di quest'anno, nonostante la ripresa dell'economia sia in atto da circa cinque anni. In termini reali, il loro ammontare è ancora inferiore dell'8% rispetto al livello osservato al termine della recessione (primo trimestre del 2013) mentre il prodotto interno lordo è cresciuto nello stesso periodo del 5%. Al divario tra l'andamento dell'attività produttiva e quello del credito hanno contribuito tutte le classi dimensionali di impresa ma in particolare quella delle imprese minori.

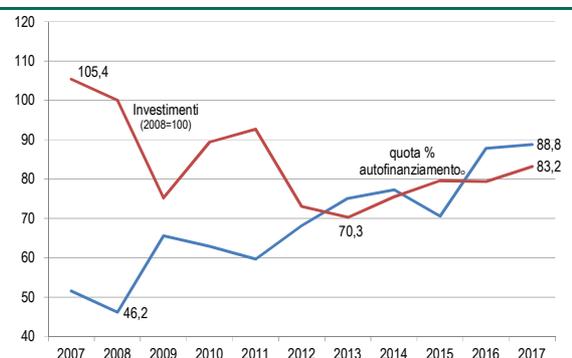
Quest'ultimo fenomeno potrebbe in qualche misura essere attenuato dal cosiddetto "fattore di sostegno alle PMI" (SME Supporting Factor) che fornisce un incentivo alle banche per un ampliamento dei prestiti alle imprese minori, modificando il fattore di ponderazione da applicare ai finanziamenti a queste imprese. La mitigazione del requisito patrimoniale è applicabile ai prestiti di importo inferiore a 1,5 milioni di euro concessi alle PMI. Il rafforzamento dello SME Supporting Factor, ora in discussione a Bruxelles, consiste nell'incrementare il limite dell'affidamento da 1,5 a 3 milioni di euro. Dopo aver ottenuto (giugno 2018) l'approvazione del Parlamento europeo, il provvedimento, dovrà acquisire il parere favorevole del Consiglio e della Commissione Europea (cosiddetto trilatero Ue).

**Italia:
imprese in utile nel 2017
(quota %)**



Fonte: Banca d'Italia, indagine INVIND

**Italia:
investimenti e autofinanziamento**



Fonte: Banca d'Italia, relazione annuale.

I fattori che stanno modificando il rapporto tra imprese e circuito bancario sono individuabili da un lato nei mutamenti della gestione aziendale che hanno prodotto un ridimensionamento dell'indebitamento esterno, dall'altro lato nella crescita della capacità di offerta dei canali finanziari non bancari.

Il conseguimento di un più prudente equilibrio tra indebitamento e dotazione patrimoniale è processo in atto da tempo, in Italia e altrove in Europa. Alla fine dello scorso anno la leva finanziaria delle imprese italiane era in media pari a circa il 40%. Se da un lato il dato italiano è ancora più alto di quanto riscontrabile per gli altri principali paesi europei, dall'altro lato la correzione intervenuta nel nostro Paese (-10 punti percentuali rispetto al 2011) è seconda solo a quella della Spagna (-12,3 p.p.). Inoltre, diversamente da Francia, Germania e Regno Unito, in Italia (e in Spagna) alla riduzione della leva ha contribuito in misura significativa la diminuzione

dell'indebitamento, aggregato che in Italia più che altrove è costituito proprio da finanziamenti bancari.

Indicazioni utili provengono dalla dinamica delle nuove erogazioni bancarie. Le informazioni disponibili consentono di distinguere tra prestiti di importo inferiore ad un milione di euro e operazioni al di sopra di questa soglia, con le seconde evidentemente riferibili ad imprese di maggiore dimensione. Orientativamente le due componenti partecipano all'aggregato in misura 45-55. Guardando al loro andamento nel recente passato si rileva che le operazioni di ammontare superiore ad un milione di euro risultano in decisa flessione (-16,4% nell'intero 2017, -5,3% a/a nel primo semestre 2018).

Nel caso delle imprese di maggiore dimensione l'indebolimento dei rapporti con il circuito creditizio è fenomeno avviato da tempo. Molto più articolato e ancora sicuramente in evoluzione lo stesso fenomeno considerato sul fronte delle PMI. Un'analisi del Cerved pubblicata alla fine dello scorso anno⁷ e basata sui bilanci di quasi 150mila PMI ha messo in evidenza che il 39% circa di queste imprese non ricorre al canale bancario, in gran parte perché è in grado di autofinanziare completamente le sue attività, in parte minore (un quarto circa di queste imprese) perché fa riferimento a fonti di finanziamento non bancarie. Rispetto al 2009 l'insieme delle PMI che elude il canale bancario risulta aumentato di circa 10 punti percentuali.

Negli anni della crisi economico-finanziaria si è anche intensificato il fenomeno del *cash pooling*, e cioè la messa "in comune" delle disponibilità finanziarie delle diverse componenti di un gruppo aziendale⁸. Quella dei gruppi societari è invero una realtà importante: nel 2015 (ultimo disponibile) un terzo degli occupati e il 55% del valore aggiunto del settore industriale e dei servizi era in Italia riconducibile a gruppi societari (circa 215mila). L'operare di questo meccanismo di riallocazione ha certamente indebolito il ricorso a fonti finanziarie esterne, tanto più quando queste sono divenute più costose o difficili da accedere. Pur in assenza di documentazione, è ragionevole ritenere che il graduale superamento della crisi economica non abbia comportato la rinuncia a gestire le problematiche finanziarie a livello di gruppo piuttosto che a livello semplicemente aziendale.

Nell'insieme, le imprese hanno accresciuto sensibilmente la quota di autofinanziamento degli investimenti, dal minimo del 46% nel 2008 all'89% dello scorso anno.

Nell'indebolimento della domanda di prestiti bancari da parte delle imprese marginale può considerarsi il ruolo svolto da modalità di finanziamento più innovative quali il *direct lending* o il *crowdfunding*. Nel caso italiano in entrambi i casi le operazioni in essere si misurano in poche decine di milioni. Ci vorrà tempo prima che un loro sviluppo possa incidere in misura visibile sulle modalità di finanziamento delle imprese. Nel caso del *direct lending*, ad esempio, si deve evidenziare che l'operatore di maggior successo a livello mondiale (lo statunitense Lending Club) a dieci anni dalla prima operazione non ha ancora realizzato alcun profitto dalla sua attività (quasi \$40mld la consistenza del suo portafoglio prestiti a fine giugno 2018).

⁷ Rapporto Cerved PMI 2017, novembre 2017. Il rapporto prende in considerazione le sole società di capitale non finanziarie adottando per la loro classificazione dimensionale i criteri fissati dalla Commissione Europea.

⁸ R. Santioni – F. Schiantarelli – P. E. Strahan, *Internal capital markets in times of crisis: the benefit of group affiliation in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione n.1146, ottobre 2017; R. Santioni – I. Supino, *Internal Capital Markets in Italian Business Groups: evidence from the financial crisis*, Banca d'Italia, Quaderni di Economia e Finanza n. 421, gennaio 2018..

La particolare congiuntura finanziaria caratterizzata da rendimenti decisamente modesti ha indotto le imprese a detenere disponibilità liquide in misura ben più ampia del passato: alla fine di luglio le società non finanziarie residenti in Italia risultavano titolari di €273 mld di depositi, €20 mld in più rispetto ad un anno prima. L'evoluzione in atto in Italia è del tutto simile a quanto parallelamente avviene nell'area della moneta unica: rispetto ai mesi precedenti la crisi del 2008-09, la crescita di questa voce dell'attivo è in Italia pari al 65%, poco diversa da quella della Germania (59%) e dell'eurozona (61%). Nel passato più recente la corsa è avvenuta a ritmi solo appena più contenuti: rispetto ad inizio 2016, +15% per l'Italia, + 13% per l'intera eurozona con Spagna (+16%) e soprattutto Francia (+18%) su livelli più elevati. L'ampia disponibilità di depositi, oltre a contribuire alla spiegazione dell'attuale debolezza della domanda di finanziamenti bancari da parte delle imprese, rappresenta una seria ipotesi per una accelerazione della crescita di questo aggregato nel futuro ravvicinato.

Il mercato dei *corporate bonds*

Oltre all'aumento dell'autofinanziamento e della liquidità prontamente disponibile, altro fattore determinante per spiegare l'indebolito legame tra intensificazione dell'attività e finanziamenti bancari è individuabile nella sostenuta crescita del mercato dei *corporate bond*, una realtà a livello di eurozona di €1.300 mld. Nella fase più recente la Bce ha fortemente contribuito a trascinare la crescita di questo mercato (+14% da inizio 2016 per l'intera eurozona), da un lato deprimendo i rendimenti dei titoli di stato, dall'altro lato procedendo (da giugno 2016) a significativi acquisti di questi titoli (€167 mld la consistenza raggiunta dal suo portafoglio).

La crescita del mercato dei titoli di debito societari ha sottratto spazio ai prestiti bancari. Nella prima metà di quest'anno, la quota dei *corporate bonds* sul totale dei finanziamenti esterni delle imprese (*corporate bonds* + prestiti bancari con scadenza oltre un anno) è risultata in Italia pari al 20% a fronte del 16,5% della Germania, del 35% del Belgio, del 38% dei Paesi Bassi, del 42,5% della Francia; la media per l'eurozona è pari al 27,3% ma si allinea al dato italiano se si esclude la Francia le cui imprese risultano emittenti di oltre metà dei titoli in circolazione nell'eurozona.

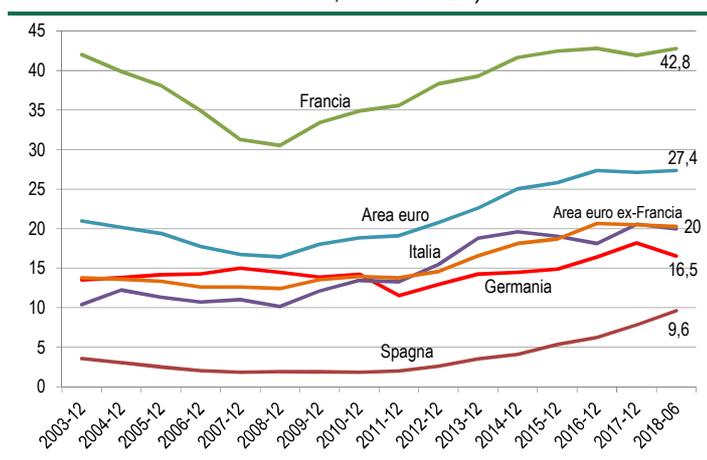
Rispetto alla realtà precedente lo scoppio della grande crisi internazionale il salto è quasi ovunque significativo: crescite di 9,5-10 punti percentuali per Belgio e Italia; 7,5-8 per Spagna e Francia. Nelle code di questa distribuzione si ritrovano da un lato la Germania (meno di 2 p.p.), dall'altro i Paesi Bassi (16 p.p.).

Negli ultimi due anni la crescita del ruolo dei *corporate bonds* ha subito un rallentamento (solo +1 p.p. per l'insieme dell'eurozona), con 9 dei 19 paesi dell'area che registrano un arretramento più o meno importante. Tra i paesi in cui questo non avviene c'è l'Italia (+2,1 p.p. tra la prima metà del 2016 e il corrispondente periodo del 2018). La ripresa economica ha spinto al rialzo entrambi gli aggregati coinvolti nell'indicatore. Ma in pochi altri paesi è così ampio il differenziale tra il ritmo di crescita dei *corporate bonds* (decisamente vivace) e la progressione (piuttosto debole) dei finanziamenti bancari con durata superiore a un anno: quasi 15 punti percentuali in Italia rispetto a meno di 6 p.p. per l'insieme dell'area euro.

L'attenuazione del carattere bancocentrico del circuito finanziario domestico è evoluzione certamente avviata ma ancora in evoluzione. Lo sviluppo del mercato dei *minibonds* è promettente: la quota delle imprese alla loro prima emissione è stabilmente elevata (nel primo semestre 2018, 50 su un totale di 57 imprese emittenti, delle quali 35 PMI). Nell'insieme, tuttavia, rispetto a quanto riscontrabile altrove in

Europa le emissioni di *corporate bonds* sono in Italia numericamente poche e di valore medio elevato.

**Area euro:
contributo dei *corporate bonds*
al finanziamento delle imprese**
(*corporate bonds* in % *corporate bonds* + prestiti bancari oltre
un anno; consistenze)



Fonte: elaborazione Bnl Servizio Studi su dati Bce

Questa caratterizzazione dipende certamente dal profilo complessivo delle imprese italiane ma anche (in larga misura) dalla natura degli investitori attratti da questi titoli. In media⁹ il 70% (in valore) delle emissioni di titoli societari delle imprese italiane finisce nel portafoglio di investitori esteri, una quota che sale al 72% se l'impresa è di grande dimensione e scende al 42% quando invece si tratta di una PMI. A sottoscrivere il resto della (modesta) offerta di titoli emessi dalle PMI sono (dati a giugno 2017) gli operatori finanziari non bancari nazionali (circa un quarto del totale) e le famiglie (un altro 19%).

I dati prima proposti indicano chiaramente che esiste un problema di robustezza della domanda per i titoli delle PMI, tipologia di impresa più rilevante in Italia che non altrove in Europa. Tra i passi intrapresi per superare questo ostacolo si possono inserire anche i PIR (Piani Individuali di Risparmio) il cui investimento deve essere destinato per almeno il 30% a strumenti finanziari emessi da aziende italiane o europee (con stabile organizzazione in Italia) non quotate. È ancora troppo presto per valutare l'efficacia di questo progetto, il cui dettaglio normativo è stato definito poco più di un anno fa (legge di bilancio 2017). Per adesso, al visibile successo dei PIR sul fronte della raccolta (altri €3,3 mld nella prima metà del 2018) non si accompagna un paragonabile impatto sul versante dei canali finanziari cui fanno riferimento le PMI italiane.

⁹ Cfr. G. Albareto – G. Marinelli, *Italian banks and market-based corporate financing*, Banca d'Italia – QEF n.432, marzo 2018; M. Accornero-P. Finaldi Russo-G. Guazzarotti-V. Nigro, *Missing investors in the Italian corporate bond market*, Banca d'Italia, QEF n.450, luglio 2018.

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. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com

