



## La pazienza del capitale?

### Un sistema finanziario per lo sviluppo dei territori

*Lorenzo Ciapetti, Antares ricerche*

*Position paper preparato per Centro Studi Melandri*

#### 1. Una bussola per i tempi avversi

In un passaggio del suo “Teoria dello sviluppo economico” Schumpeter attribuisce al credito ed alle banche una parte molto rilevante della capacità di alimentare i cicli di crescita e di sviluppo.

A 100 anni da quella osservazione e dal turbolento inizio del XX secolo, l'Europa e l'Italia si ritrovano ad affrontare il dilemma dello sviluppo e reinterrogarsi sull'inesco di una possibile ripartenza, anche sul fronte delle politiche di credito.

Ciò è tanto più vero per il nostro paese, perché la crisi globale del 2008 non solo ha drasticamente ridotto la nostra crescita potenziale, bensì si è anche innestata in un lungo decennio di stagnazione economica che è ormai diventata in modo chiaro anche crisi della società e delle famiglie.

Se vista in prospettiva storica la ricchezza italiana è soprattutto ricchezza di risparmi privati che assegna al paese il primato, tra le principali economie occidentali, di maggiore quota di capitale privato<sup>1</sup>.

Questa grande dotazione di ricchezza privata ha sempre fatto perno su un sistema definito “bancocentrico”<sup>2</sup> in cui ha prevalso il ruolo delle banche come enti finanziatori al settore privato. E' riconosciuto che questa centralità dell'intermediazione bancaria non ha permesso lo sviluppo di mercati di capitali di rischio. Inoltre la struttura media finanziaria delle imprese italiane (alto indebitamento, piccola dimensione) ha reso impraticabile l'accesso delle imprese ai mercati obbligazionari o azionari. Si aggiunga al debole profilo patrimoniale e finanziario delle imprese anche una debole produttività (soprattutto per le piccole imprese) (fig. 1 in appendice) ed una debole propensione all'innovazione che pur restando dei fondamentali importanti, sono stati sin qui oggetto di scarsa attenzione per ipotizzare nuovi strumenti di finanza per lo sviluppo.

Di fatto l'attuale dibattito sulla capacità del sistema finanziario italiano di aiutare il sistema produttivo a ripartire nella delicatissima fase di recessione e assenza di domanda verte molto sulla contrapposizione di “colpe” sia attribuite agli intermediari (di avere effettuato politiche di restrizione), sia attribuite alle imprese (di essere deboli e poco strutturate per uscire dal circolo vizioso delle alte leve finanziarie).

---

<sup>1</sup> Piketty, Il Capitale nel XXI secolo.

<sup>2</sup> Si vedano relazioni dei vice-presidenti Bankitalia nel corso del 2014.

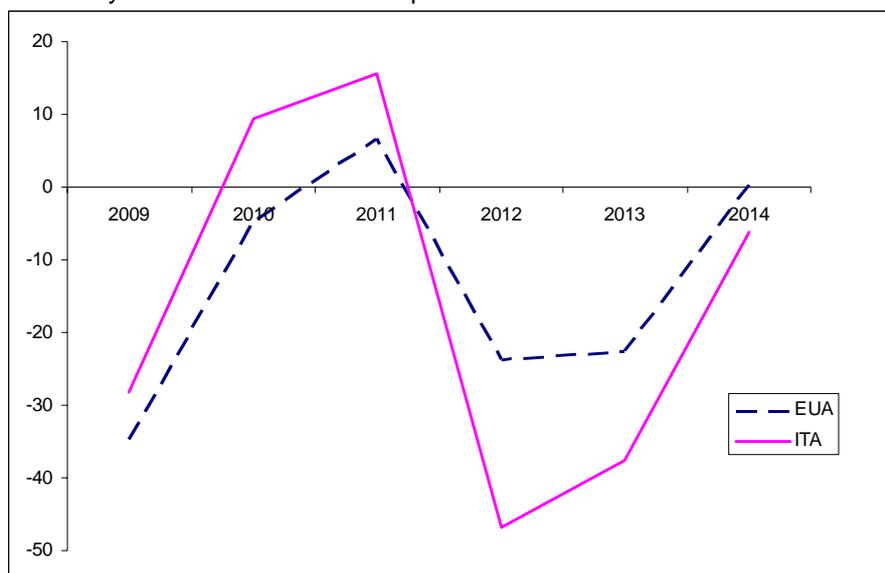
Cercheremo nei prossimi paragrafi di guardare a queste due “colpe”, arrivando anche ad ipotizzare, sulla scorta di recenti proposte fatte dalla Banca d’Italia, un nuovo “patto finanziario per lo sviluppo”, che possa trovare declinazione anche su scala locale e che sia soprattutto non avulso da azioni di promozione dell’innovazione e internazionalizzazione delle imprese, per un miglioramento della capacità competitiva complessiva delle imprese<sup>3</sup>.

## 2. Colpa delle banche o colpa delle imprese?

Sul tema del credito alle imprese si continua a dibattere spesso in una logica contrapposta tra sostenitori della tesi del flusso di credito inalterato (tesi sostenuta soprattutto dalle banche) e i sostenitori del *credit crunch* (soprattutto le imprese).

Se si guarda alla rilevazione trimestrale che la BCE effettua sui principali gruppi bancari di tutti i paesi membri<sup>4</sup>, indagando sulle dinamiche di erogazione e sulle motivazioni di espansioni o restrizione, il quadro complessivo sulla domanda di credito in Italia appare muoversi nella stessa direzione dell’area Euro, sebbene mostri una maggiore contrazione in particolare dal 2012 al 2014 (fig. 3).

Figura 3 - Variazione della domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese. Bank Lending Survey Italia. Medie dei valori riportati dalle banche italiane 2009-2014



Elaborazione su dati Banca d’Italia. Un valore negativo indica che prevalgono risposte di segno negativo (contrazione della domanda) rispetto a quelle di segno positivo (espansione della domanda). La Banca d’Italia riporta i risultati in percentuale netta (differenza di percentuale tra risposte di segno opposto)

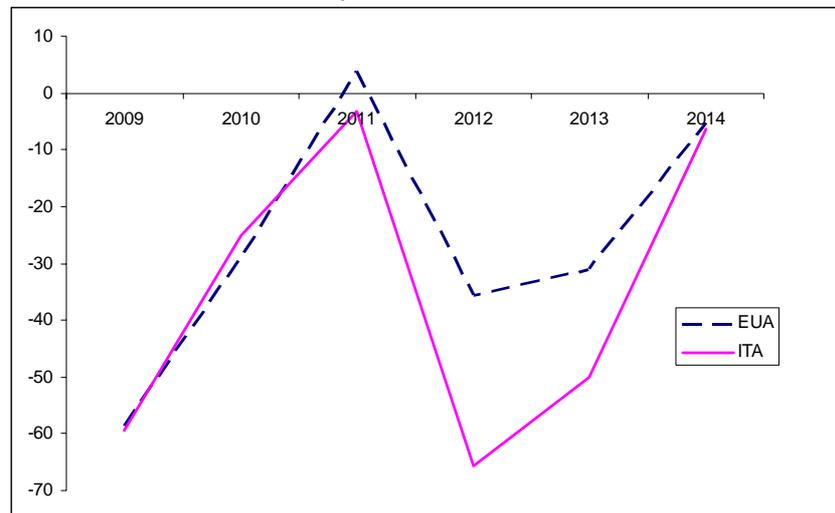
Secondo le banche italiane, il fattore che ha contribuito maggiormente alla restrizione del credito è la caduta degli investimenti da parte delle imprese, seguito dal freno dato dalla ristrutturazione degli assetti societari (fusioni e acquisizioni). Anche in questo caso, la

<sup>3</sup> Per un’analisi della competitività del sistema imprenditoriale e dell’industria italiana, si veda A. Acetturo et al., Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi, Banca d’Italia, luglio 2013.

<sup>4</sup> Si tratta dell’Bank Lending Survey che è effettuata dal 2003 su 110 istituti di credito dell’Area Euro. In Italia la rilevazione riguarda 8 gruppi bancari.

caduta degli investimenti ha pesato in media maggiormente in Italia che nell'area euro (nel corso degli ultimi 5 anni) (fig. 4)

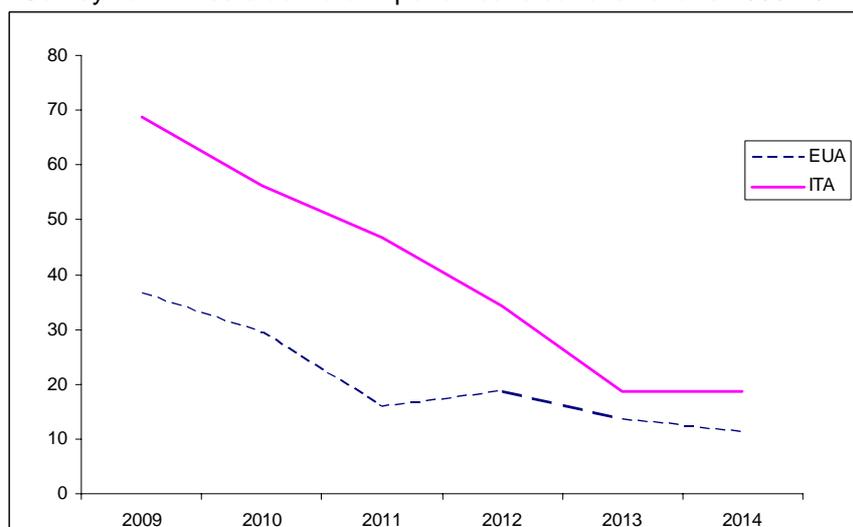
Figura 4 - Importanza relativa dei fattori per la domanda di prestiti (investimenti fissi). Bank Lending Survey Italia. Medie dei valori riportati dalle banche italiane 2009-2014



Elaborazione su dati Banca d'Italia. Un valore negativo indica che prevalgono risposte di segno negativo (contrazione della domanda) rispetto a quelle di segno positivo (espansione della domanda). La Banca d'Italia riporta i risultati in percentuale netta (differenza di percentuale tra risposte di segno opposto)

Il fattore che in Italia ha contribuito maggiormente ad una espansione del credito verso le imprese è la ristrutturazione del debito. Questo fattore ha pesato notevolmente di più in Italia che nell'area euro nel periodo considerato (fig.5). Questo elemento richiama l'annoso problema della debolezza patrimoniale e finanziaria media del sistema produttivo italiano.

Figura 5 - Importanza relativa dei fattori per la domanda di prestiti (ristrutturazione del debito). Bank Lending Survey Italia. Medie dei valori riportati dalle banche italiane 2009-2014



Elaborazione su dati Banca d'Italia. Un valore negativo indica che prevalgono risposte di segno negativo (contrazione della domanda) rispetto a quelle di segno positivo (espansione della domanda). La Banca d'Italia riporta i risultati in percentuale netta (differenza di percentuale tra risposte di segno opposto)



I dati appena esposti segnalano che esiste una dinamica di erogazione italiana che si differenzia dalla media dell'area euro, sia per la debolezza della domanda che per una caratterizzazione diversa delle esigenze delle imprese nella ristrutturazione del debito.

Un sistema maturo e frammentato come quello delle imprese italiane è risultato particolarmente vulnerabile dopo il crollo della domanda degli ultimi anni. Il fatto che sulla crisi attuale pesino anche fattori di restrizioni all'offerta di credito desta preoccupazioni in quanto è confermato che l'uscita da una fase recessiva è più lenta in presenza di restrizioni all'offerta di finanziamenti<sup>5</sup>.

Sul lato della percezione delle imprese, il modello prevalente a livello UE attribuisce un ruolo rilevante per leggere la situazione di deboli investimenti da parte delle imprese negli ultimi 5 anni al mancato accesso a forme di finanziamento<sup>6</sup>. Viene pertanto rilevata a livello UE una relazione forte e significativa tra difficoltà di accesso al credito e investimenti. Tuttavia occorre considerare che la lettura che Bruxelles fa dell'attuale situazione economica europea e italiana risente fortemente di una scarsa considerazione dei fattori ciclici legati alla domanda e tende quindi a sopravvalutare le variabili strutturali<sup>7</sup>. Una sopravvalutazione degli elementi strutturali penalizzano l'economia di un paese come l'Italia in cui pesa molto sul gap di investimenti una domanda interna debolissima e una eterogenea capacità delle imprese di fare il salto verso una migliore competitività.

Resta tuttavia il tema della rischiosità dei prenditori. E' infatti ormai certo che è aumentata la consistenza totale dei prestiti deteriorati, superiore anche alla media UE, che determina un calo degli utili bancari e un aumento della rischiosità del nuovo credito richiesto dalle imprese<sup>8</sup>.

Guardando ai dati della rilevazione BCE appare chiaro che la percezione del rischio in Italia da parte delle banche è soprattutto collegata alle prospettive relative a particolari settori o imprese (fig. 6) e che questa percezione si traduce in una maggiore percezione di rischio collegata alle garanzie reali, rispetto alla media dell'area euro (fig. 7). Questa osservazione conferma la natura prevalentemente "industriale" del rischio finanziario in Italia e suggerisce una prospettiva di soluzione al problema dell'accesso al credito che passa anche per politiche di abbattimento del rischio settoriale o industriale.

---

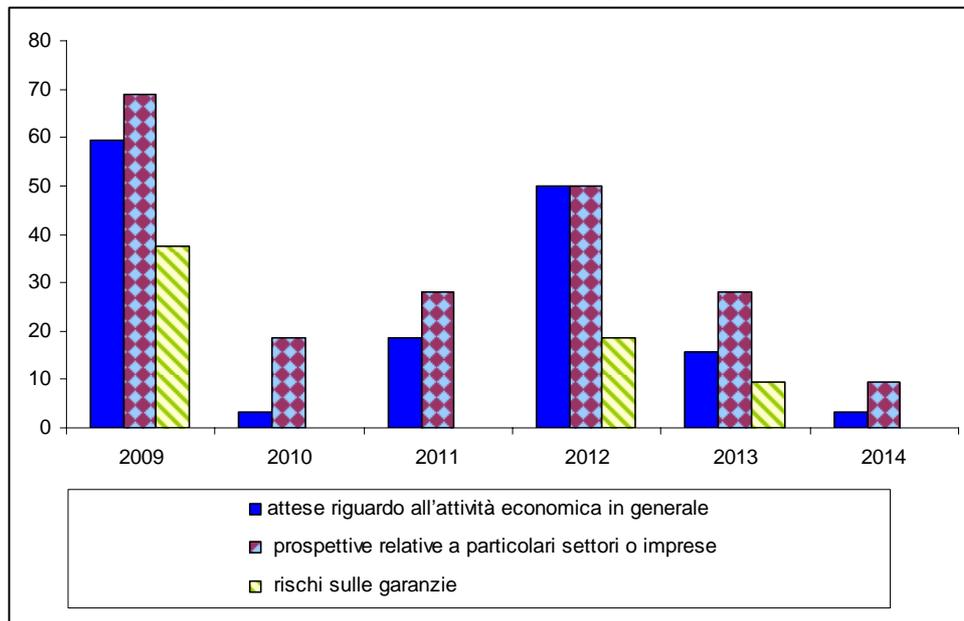
<sup>5</sup> Si veda F. PAnetta, Un sistema finanziario per la crescita, Banca d'Italia, 27 gennaio 2014.

<sup>6</sup> Si veda EU Commission, Financing the real economy: perceived access to bank loans for eu firms in times of crisis, in Product Market Review, 2013. Nel modello UE le difficoltà dell'impresa media (soprattutto nei paesi vulnerabili come l'Italia) è significativamente correlata in modo negativo con il gap di investimenti. Si tenga conto che il modello non computa (pur non escludendone l'impatto rilevante) fattori collegati alla domanda, alle aspettative o al fattore di rischio individuale di ciascuna impresa.

<sup>7</sup> Si veda Cottarelli et al. La voce.info, novembre 2014.

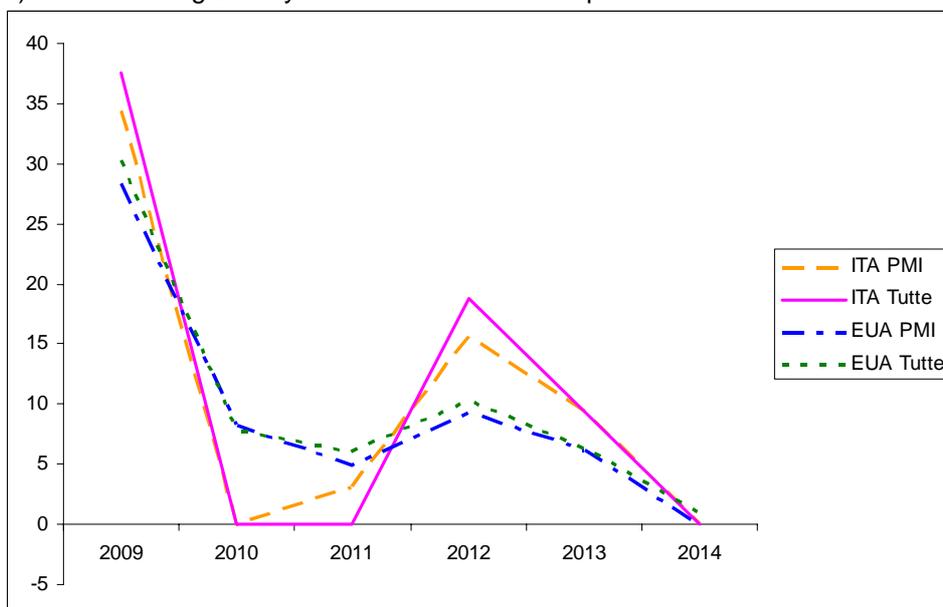
<sup>8</sup> Si tenga conto, ad esempio, che nella sola Emilia Romagna il rapporto tra nuove sofferenze e prestiti per le imprese è pari al 4%. Ci sono settori come quello delle costruzioni dove il tasso di sofferenza è superiore (7,9%). In media (comprese le famiglie) si tratta di debiti inesigibili che superano di tre volte la quota di quelli in sofferenza prima della crisi.. Si veda Economia dell'Emilia Romagna, Novembre 2014, Banca d'Italia.

Figura 6 - Importanza relativa dei fattori per i criteri applicati nell'approvazione di prestiti (fattori di percezione del rischio). Bank Lending Survey Italia. Medie dei valori riportati dalle banche italiane 2009-2014



Elaborazione su dati Banca d'Italia. Un valore negativo indica che prevalgono risposte di segno negativo (contrazione della domanda) rispetto a quelle di segno positivo (espansione della domanda). La Banca d'Italia riporta i risultati in percentuale netta (differenza di percentuale tra risposte di segno opposto)

Figura 7 - Importanza relativa dei fattori per i criteri applicati nell'approvazione di prestiti (rischi sulle garanzie). Bank Lending Survey Italia. Medie dei valori riportati dalle banche italiane 2009-2014



Elaborazione su dati Banca d'Italia. Un valore negativo indica che prevalgono risposte di segno negativo (contrazione della domanda) rispetto a quelle di segno positivo (espansione della domanda). La Banca d'Italia riporta i risultati in percentuale netta (differenza di percentuale tra risposte di segno opposto)



### **3. Come ridurre il rischio? Quello che le imprese non vedono**

Alzare lo sguardo sopra la singola impresa, quindi a livello di settore o territorio, permette di costruire narrative più robuste su ciò che è avvenuto e sta avvenendo nel rapporto tra economia e credito.

Il livello di percezione delle imprese è cruciale. Ad esempio la recente indagine Unioncamere Emilia Romagna su oltre 1.000 imprese associate a Fidindustria Emilia Romagna<sup>9</sup> rivela che le aspettative di investimento sono significativamente determinate, in ordine, dall'impatto della crisi, dalla capacità di esportare, dal volume di capitale investito e solo in ultima battuta dall'andamento del credito bancario. Inoltre sempre la stessa indagine rivela che l'andamento del finanziamento è fortemente correlato sia a variabili di struttura delle aziende (classe di fatturato), sia a variabili di ciclo (fatturato). Si tratta di conclusioni interessanti (anche con le dovute cautele per un campione non probabilistico). Non si può infatti dimenticare che esiste oggi una duplice sfida: sul lato strutturale ma anche su quello della domanda. Discernere tra i due effetti è risultato sin qui complicato: è complicato nelle stime macroeconomiche (come quelle che fa la UE), perché si sottovaluta il ruolo della domanda; è complicato nella prospettiva delle imprese, perché si tende a sottovalutare il tema della qualità del credito (rischio di inesigibilità) che porta a maggiore selettività da parte delle banche.

Occorre che le imprese sappiano perseguire percorsi innovativi non al ribasso ma perseguendo opportunità di sviluppo su tutte le frontiere di carattere tecnologico, organizzativo, energetico.

Si tratta di riconsiderare un modello di sviluppo industriale oggi troppo caratterizzato da frammentazione, alto ricorso all'indebitamento, scarsa patrimonializzazione e fuga dal reinvestimento degli utili in azienda. Le aziende possono evolvere, da questo punto di vista, solo con le opportune azioni di regolamentazione. Possono, a titolo di esempio, essere attuati incentivi diversi, lontani dalle vecchie logiche distributive "a pioggia", per immaginare una politica industriale che incide su questi fattori (come ad esempio la maggiore deducibilità del rendimento prodotto dagli aumenti di capitale; incentivi mirati a reti di impresa; incentivi efficienti ed efficaci all'adozione di innovazione).

### **4. Come ridurre il rischio? Quello che le banche non riescono a vedere**

Come può dunque evolvere un sistema "bancocentrico" nella situazione attuale dell'economia nazionale? A più riprese nel corso dell'ultimo anno la Banca d'Italia ha proposto formule di miglioramento basate su due azioni: maggiori garanzie pubbliche e ricorso a cartolarizzazioni dei prestiti alle piccole e medie aziende<sup>10</sup>. Nel primo caso si richiama lo scenario delineato dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese che copre oggi circa il 3,5% dei prestiti ad imprese con meno di 20 addetti; nel secondo caso si tratta di pensare a formule di distribuzione del rischio insito nei prestiti alle PMI attraverso cartelle obbligazionarie gestite da banche o altri soggetti finanziari nei confronti di investitori alla ricerca di diversi profili di rendimento.

---

<sup>9</sup> Osservatorio 2013 sul credito dell'Emilia Romagna, Unioncamere, luglio 2014.

<sup>10</sup> Si rimanda a F. Panetta, Un sistema finanziario per la crescita, Banca d'Italia, 27 gennaio 2014 e a S. Rossi, Una finanza per lo sviluppo, Banca d'Italia, 12 settembre 2014.



Se l'obiettivo dell'azione pubblica è spingere verso una finanza meno legata al debito e più orientata a forme di "equity", non si può, però, evitare di collegare al tema del rischio quello dell'innovazione.

Il nesso mancante nell'auspicabile scenario di un maggiore ricorso al mercato finanziario è quello con le politiche industriali e dell'innovazione necessarie a sostenere processi di diversificazione e sviluppo a livello nazionale e regionale.

Esistono evidenze che mettono in luce che gli strumenti di valutazione del rischio applicati dalle banche italiane prestano scarsa attenzione a fondamentali economici come i margini operativi, la produttività e il fatturato<sup>11</sup>. Occorre quindi strumenti di rating più articolati.

E' indispensabile inoltre per un sistema frammentato, vulnerabile e con necessità di profonda innovazione, come quello delle nostre imprese, che il passaggio al mercato non si traduca in una fuga dal rischio. Occorrono invece forme di garanzia che aiutino a fare diventare più "paziente" il capitale<sup>12</sup>.

Il "capitale paziente" è quello che sa interpretare i cicli lunghi necessari all'innovazione ed è quello che sa intervenire dove l'impazienza degli imprenditori o degli intermediari, per necessità di mercato o rendimento, provoca orizzonti brevi che non facilitano lo sviluppo.

L'esortazione che la Banca d'Italia fa agli intermediari per "conoscere meglio" il sistema delle imprese<sup>13</sup>, non può essere solo una esortazione ad una lettura di profondità dei profili di rischio delle singole imprese; occorre che la conoscenza profonda e diretta delle imprese, soprattutto dal punto di vista finanziario, sia accompagnata in stretta sinergia da azioni di *rating* che tengano in maggiore considerazione i processi di innovazione settoriale e territoriale.

## **5. Conclusioni: verso un sistema finanziario per lo sviluppo delle specializzazioni territoriali?**

Esiste, in sintesi, un problema di "selezione avversa" in cui una variazione delle condizioni di erogazione, dettate da una diversa percezione del rischio, provoca una selezione dei prenditori per rendere più favorevoli le condizioni di erogazione.

E' ormai evidente che si prospetta, dunque, un ampio spazio per politiche di sistema, in cui il finanziamento diventa elemento di un disegno strategico di accrescimento della competitività dei sistemi territoriali di impresa (diversificazione, innovazione, reti ed export). Se il freno principale è la fuga dal rischio, occorre trovare formule di finanza che premino sia la capacità competitiva, sia il rendimento atteso.

Il ruolo fondamentale di formule nazionali come il Fondo Garanzia, di formule regionali come i confidi o di formule locali come quelle sostenute da alcune Fondazioni e Camere di Commercio hanno sin qui agito come elemento di sostegno al credito in una fase di selezione avversa.

Occorre agevolare sicuramente uno scenario in cui le imprese, sempre più produttive e innovative siano anche meno indebitate con le banche e più aperte a forme di finanza a

---

<sup>11</sup> Si veda FINNOV, Do financial markets reward innovation? Euroean policy brief, spring 2010

<sup>12</sup> Si veda M Mazzucato, Lo Stato innovatore, 2013.

<sup>13</sup> Si veda S. Rossi, Una finanza per lo sviluppo, Banca d'Italia, 12 settembre 2014.



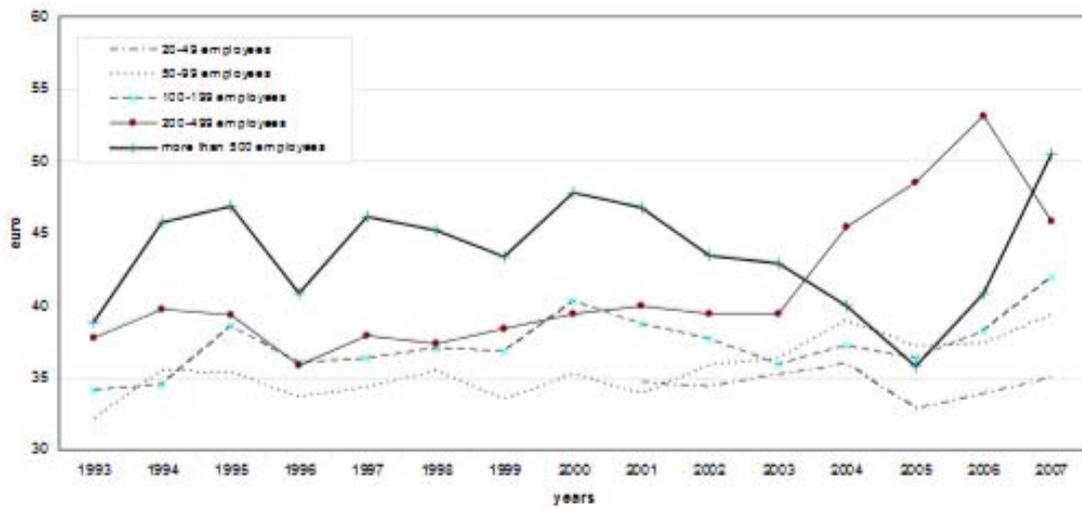
mercato. Ma occorre che questo passaggio cruciale per il sistema industriale italiano non avvenga a scapito dell'innovazione che è per sua natura un *business* aleatorio e rischioso.

Sono auspicabili formule che aiutino a creare sinergia con i programmi europei e regionali che fanno selezione di progetti virtuosi per promuovere l'“Intelligenza” dei territori a livello regionale nei prossimi anni: tali formule dovrebbero prevedere un forte collegamento tra soggetti pubblici ed intermediari finanziari nella selezione progettuale e nella concessione di finanziamenti integrati che premiano il “rischio buono” che va verso la maggiore occupazione, la sostenibilità ambientale, l'innovazione tecnologica e l'internazionalizzazione.

APPENDICE

Fig. 1

Value added per hour worked by firm size class



Source: Bank of Italy's survey