

RIVISTA DI

# **POLITICA ECONOMICA**

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:  
PERCHÉ È UN PROBLEMA  
E COME SE NE ESCE

Leonardo Becchetti  
Sofia Bernardini  
Stefano Caselli  
Marika Cioffi  
Lorenzo Codogno  
Carlo Cottarelli  
Giampaolo Galli  
Gabriele Giudice  
Marcello Messori  
Ugo Panizza  
Andrea F. Presbitero  
Pietro Rizza  
Marzia Romanelli  
Pietro Tommasino  
Carlo Valdes



CONFINDUSTRIA

N. 1-2019

Rivista di  
**Politica Economica**

Direttore: Giampaolo Galli

Chair del board: Stefano Manzocchi

**Advisory Board**

Barbara Annicchiarico

Mario Baldassarri

Riccardo Barbieri

Leonardo Becchetti

Andrea Boitani

Massimo Bordignon

Luigi Carbone

Elena Carletti

Alessandra Casarico

Stefano Caselli

Lorenzo Codogno

Luisa Corrado

Carlo Cottarelli

Francesco Daveri

Sergio Fabbrini

Eugenio Gaiotti

Nicola Giammarioli

Gabriele Giudice

Paolo Guerrieri

Luigi Guiso

Elisabetta Iossa

Francesco Lippi

Marcello Messori

Salvatore Nisticò

Luigi Paganetto

Ugo Panizza

Marcella Panucci

Andrea Prencipe

Andrea Filippo Presbitero

Riccardo Puglisi

Pietro Reichlin

Francesco Saraceno

Fabiano Schivardi

Lucia Tajoli

Gilberto Turati

RIVISTA DI

# POLITICA ECONOMICA

IL DEBITO PUBBLICO IN ITALIA:  
PERCHÉ È UN PROBLEMA  
E COME SE NE ESCE

<b>Introduzione</b> .....	pag. 5
Giampaolo Galli	
<b>Debito pubblico e crescita economica</b> .....	» 21
Andrea F. Presbitero	
<b>La sostenibilità del debito pubblico italiano, un <i>safe asset</i> e una capacità fiscale per l’Eurozona</b> .....	» 39
Lorenzo Codogno	
<b>Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese</b> .....	» 53
Stefano Caselli	
<b>La riduzione del debito pubblico: l’esperienza delle economie avanzate negli ultimi 70 anni</b> .....	» 69
Sofia Bernardini, Carlo Cottarelli, Giampaolo Galli, Carlo Valdes	
<b>Un fondo di ammortamento del debito dell’Area euro: cos’è, perché costruirlo, come progettarlo</b> .....	» 87
Marika Cioffi, Pietro Rizza, Marzia Romanelli, Pietro Tommasino	
<b>Completare l’Unione economica e monetaria con un <i>safe asset</i> europeo (E-bond)</b> .....	» 99
Gabriele Giudice	
<b>Il gioco della flessibilità non vale la candela del nuovo ESM</b> .....	» 121
Marcello Messori	
<b>Come risolvere il problema del debito pubblico italiano: un’analisi critica delle soluzioni facili</b> ..	» 135
Ugo Panizza	
<b>Le molte “leggerezze” che circolano sul debito pubblico e perché uscire dall’euro non sarebbe una soluzione</b> .....	» 159
Leonardo Becchetti	

# Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese

Stefano Caselli\*

- *L'ammontare rilevante di debito pubblico non solo genera un effetto segnale complessivo sulla credibilità del sistema paese ma produce effetti specifici sull'economia reale, ben analizzati e descritti dalla ricerca economica.*
- *Nell'ambito degli effetti reali del debito, le conseguenze sui finanziamenti alle imprese sono state scarsamente investigate. Le poche evidenze empiriche confermano la conoscenza aneddotica che vede un legame forte fra spread e costo dei finanziamenti alle imprese. Ciò risulta particolarmente critico nel sistema italiano in cui i prestiti bancari sono la forma di finanziamento prevalente delle imprese e le banche sono i principali detentori di titoli di stato.*
- *È necessario definire un modello concettuale che metta a fuoco i canali attraverso cui si propaga la variazione dello spread per giungere al costo dei finanziamenti. Il bilancio della banca, nel suo attivo e nel suo passivo, permette di chiarire gli snodi critici di questo processo.*
- *Sul lato dell'attivo, lo spread condiziona la riallocazione del portafoglio per bilanciare il maggiore rischio portando la banca a razionare il credito e ad alzare il rendimento a parità di rischio. Il lato del passivo condiziona le scelte della banca con riferimento ai depositi, alla raccolta interbancaria e a quella obbligazionaria. Una crescita dello spread porta ad una crescita del costo della provvista, con la conseguenza di una crescita dei tassi attivi per la difesa del margine di interesse.*
- *La riduzione della dipendenza del costo dei finanziamenti alle imprese dallo spread può avvenire solo mettendo in campo scelte di profonda ristrutturazione del modello di offerta delle banche, con l'obiettivo di sviluppare una chiara offerta di capital market che permetta alle imprese di far evolvere la propria struttura di finanziamento, con un peso maggiore all'equity e alla provvista di debito con canali alternativi.*

JEL Classification: G21; E43; E44.

Keywords: margine di interesse, spread, prestiti, raccolta bancaria.

---

\* stefano.caselli@unibocconi.it, Dipartimento di Finanza, Università Bocconi, Milano. L'Autore desidera ringraziare Marta Zava per il prezioso supporto nella raccolta dei dati e nella preparazione del testo.

## 1. Premessa

Il debito pubblico è in fondo il segno distintivo della storia italiana, il nostro DNA più profondo, ma spesso un tema sottovalutato nell'opinione pubblica generale: per questo motivo qualsiasi azione seria, che sia dedicata ad una inversione di rotta, rappresenterebbe il vero segnale che l'Italia possa lanciare ai mercati per acquisire la patente di paese credibile. Ciò appare ancora più necessario in un momento storico in cui la possibilità di sedersi al tavolo per scrivere le nuove regole di *governance* dell'Europa è molto concreta.

Il debito è quindi il portato storico dello sviluppo italiano ed è la somma di un paese che ha avuto la centralità del controllo dello stato – prima nel mondo delle imprese, poi di fatto nella società civile attraverso l'espansione della pubblica amministrazione – dimostrando anche una coscienza debole sotto il profilo del rapporto con la tassazione e la gestione del benessere futuro. Non è l'obiettivo di questo articolo l'analisi storica, ma piuttosto la comprensione degli effetti che la presenza di un elevato debito pubblico genera nel sistema reale e soprattutto sulle imprese.

Il tema del debito ha due facce collegate fra loro ed estremamente critiche: quella della sua sostenibilità e quella del segnale dato al mercato. La prima osserva come l'ammontare del debito sia trascini una continua esigenza di rinnovo (alla scadenza il debito viene finanziato con altro debito), sia generi una spesa da interessi che distrugge risorse utilizzabili per altri fini o addirittura richieda l'emissione di nuovo debito per il loro pagamento. La seconda vede l'importo del debito rispetto al PIL e la sua capacità di riduzione da parte del governo, come elementi segnaletici della qualità e dell'affidabilità del paese, sia in una prospettiva politica di rispetto delle regole di appartenenza ad una comunità – quella dell'Unione europea – sia nella prospettiva degli investitori che utilizzano queste metriche per valutare i fattori di rischio di un paese. A questi temi si aggiunge il fatto che lo stesso costo del debito diventa più in generale il fattore su cui si scaricano i giudizi e le tensioni speculative sull'affidabilità e sulla tenuta – economica, sociale e politica – del paese. A partire dal 2008, come vedremo in seguito, questo effetto inizia a manifestarsi attraverso la misura dello spread, che progressivamente i mercati assumono come metro di giudizio dell'affidabilità complessiva del sistema paese. Una maggiore cultura del confronto con gli altri stati membri dell'Unione europea, a livello di opinione pubblica e non solo, sarebbe auspicabile per mettere a fuoco la portata reale dei problemi che attraversano l'Italia e per stimolare un reale percorso virtuoso di miglioramento.

Le conseguenze di queste due facce si ripercuotono sull'economia reale nel suo complesso, non solo perché vengono sottratte risorse per le spese per interessi, ma in termini più generali e complessi.

Larga parte della ricerca economica si è concentrata sull'analisi degli "effetti reali" della presenza di un elevato debito pubblico. Il rapporto tra debito e minore, o mancata, crescita economica è stato ampiamente trattato dal mondo accademico (si veda, tra tutti, Reinhart, Reinhart e Rogoff<sup>1</sup>) e non: le conseguenze, in termini di condizioni sfavorevoli all'impresa, sono ben note. Innanzitutto, lo stato potrebbe repentinamente decidere di aumentare le tasse, per diminuire il deficit. Inoltre, con l'innalzarsi del debito, gli investimenti in infrastrutture ed innovazione diminuiscono, così come gli incentivi all'impresa (Checherita-Westphal e Rother<sup>2</sup>). L'incertezza scoraggia gli investitori esteri ed anche gli accordi internazionali ne escono svantaggiati, sfavorendo le esportazioni (Arteta e Hale<sup>3</sup>). Questi sono solo alcuni degli effetti diretti che il debito pubblico ha sull'economia reale. Di rilevante importanza è anche il restringimento della domanda. Il rallentamento economico difatti parte dal comportamento del consumatore, che sollecitato da notizie di instabilità politica ed economica, sarà più restio nell'utilizzo dei suoi risparmi, rimandando gli acquisti dei beni più costosi e non essenziali (Sutherland<sup>4</sup>). Per l'impresa la situazione si tramuta in capacità in eccesso, invenduto, e profitti minori.

## 2. Gli effetti del debito pubblico sul rapporto fra banche e imprese: gli aspetti generali

Andando oltre gli effetti più tangibili che sono stati ampiamente investigati, è opportuno soffermarsi su un angolo visuale che presenta altrettanta criticità e considerare il rapporto tra debito pubblico e finanziamento all'impresa. Lo studio di questa relazione è stato perlopiù trascurato nella letteratura empirica italiana, nonostante ricopra un ruolo di vitale importanza per policy maker e ricercatori, per la definizione di nuove regolamentazioni ed incentivi e per comprendere a pieno le ripercussioni derivanti da una crisi o dall'instabilità di governo, e molto altro. Solo un numero limitato di lavori (si vedano su tutti Neri<sup>5</sup> e Zoli<sup>6</sup>) si sono concentrati sull'analisi delle relazioni fra

---

<sup>1</sup> Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K., (2012), Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800, *Journal of Economic Perspectives*, 26, (3), pp. 69-86.

<sup>2</sup> Checherita-Westphal C., Rother P. (2012), The Impact of High Government Debt on Economic Growth and its Channels: An Empirical Investigation for the Euro Area, *ECB working paper series*, 56 (7), pp. 1392-1405.

<sup>3</sup> Arteta C., Hale G. (2008), Sovereign Debt Crises and Credit to the Private Sector, *Journal of International Economics*, 74 (1), pp. 53-69.

<sup>4</sup> Sutherland A. (1997), Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy?, *Journal of Public Economics*, 65 (2), pp. 147-162.

<sup>5</sup> Neri S. (2013), The Impact of the Sovereign Debt Crisis on Bank Lending Rates in the Euro Area, The Sovereign Debt Crisis and the Euro Area, *collana seminari e convegni*, Banca d'Italia, pp. 143-170.

<sup>6</sup> Zoli E. (2013), Italian Sovereign Spreads: Their Determinants and Pass-Through to Bank Funding

spread, costo della provvista delle banche e conseguenze per il credito alle imprese. In particolare Zoli, utilizzando dati interni dei primi cinque gruppi bancari italiani, evidenzia come le variazioni dello spread fra BTP decennali e analoghi titoli tedeschi si propaghino rapidamente sullo spread dei CDS e sul tasso dei bond bancari, influenzando direttamente i tassi di interesse praticati alle imprese. Non solo, ma questo effetto di trasmissione diventa tanto più potente quanto più alta è la percentuale di NPLs presente in bilancio della banca e quanto più basso è il *capital ratio* della banca medesima.

Questo tema diventa di particolare interesse soprattutto per quei paesi come l'Italia che associano ad un elevato debito pubblico un altrettanto elevato ricorso al debito bancario da parte delle imprese (Caselli e Gatti<sup>7</sup>). Le domande che si pongono di fronte a questa situazione sono ampie e possono riguardare sia le condizioni applicate sui finanziamenti a parità di volumi che le decisioni di concessione o meno dei finanziamenti. Restringendo, tuttavia, il campo agli aspetti più delicati, il rapporto fra spread e decisioni prese dalle banche in materia di finanziamenti diviene l'aspetto più sensibile in assoluto e permette di inserire nell'ambito dell'analisi più generale e degli effetti reali del debito pubblico un ulteriore tassello di fondamentale rilevanza.

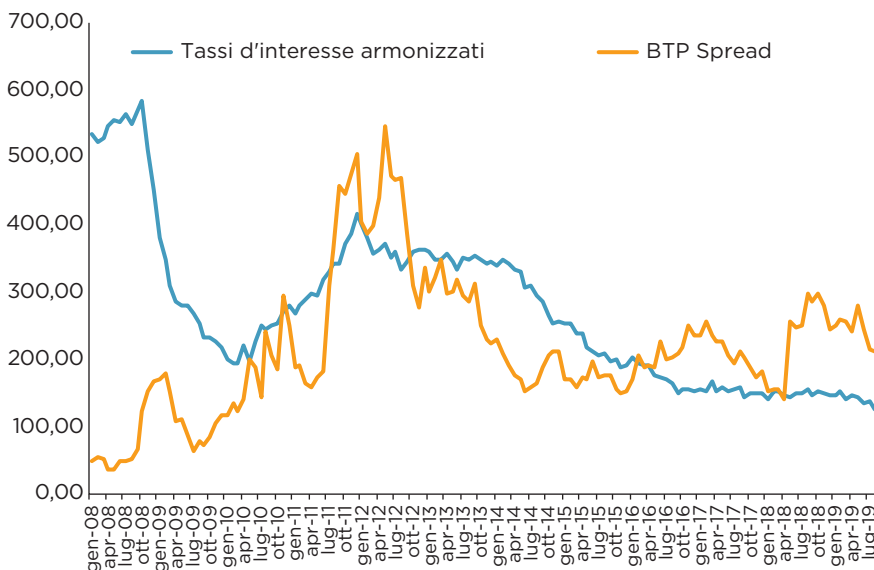
Quindi, quali sono i canali attraverso i quali il debito pubblico influenza il costo che le aziende affrontano per ottenere prestiti bancari? È sicuramente importante provare a definire uno schema concettuale di riferimento che permetta poi di svolgere approfondimenti mirati e analisi empiriche che mettano a fuoco in modo via via più rigoroso i singoli meccanismi e i singoli canali di trasmissione del processo decisionale del credito. Se guardiamo alle serie storiche (vedi Figura 1) a partire dal 2008, utilizzando i dati mensili aggregati sul tasso medio dei prestiti alle imprese come rilevati da Banca d'Italia ("tassi di interesse armonizzati, non in cc, a società non finanziarie"), il tasso alle imprese reagisce sempre positivamente alle fasi di tensione sui titoli del debito pubblico. Lo spread si tramuta quindi in un conto salato che le imprese, e quindi il sistema economico, devono pagare. Nel corso del 2011, anno in cui il nostro Paese vive la crescita più intensa dello spread passando da 140 punti base di aprile ai 520 di fine dicembre, il tasso medio dei prestiti si sposta da 2,88% di inizio aprile a 4,17% di fine anno. E la discesa dello spread, che inizia nell'autunno del 2012 e che si chiude durante il 2015, facendo raggiungere all'Italia valori sotto i 100 punti base nell'autunno del 2015, fa registrare un analogo movimento sul lato dei tassi medi sui prestiti che raggiungono valori inferiori al 2% a fine settembre del 2015, con

Costs and Lending Conditions, *IMF Working Papers*.

<sup>7</sup> Caselli S., Gatti S. (2019), The Italian Corporate Bond Market: What is Happening to the Capital Structure of Italian Nonfinancial Companies?, *Baffi-Carefin Working Paper*, Università Bocconi, Milano.

un valore pari a 1,97%. La salita più recente dello spread registrata nel corso dell'autunno del 2018 e nell'estate del 2019, vede invece una reazione più blanda sul lato del costo medio dei finanziamenti. Questo può essere spiegato sotto diversi punti di vista: una minore durata rispetto alla crisi del 2011, la presenza di un supporto in termini di liquidità dovuto all'azione della BCE e probabilmente una diversa reazione delle banche che ha portato ad agire meno sui tassi e più sui volumi, come vedremo nel successivo paragrafo 4.

**Figura 1 - Costo di finanziamento all'impresa vs. BTP spread (bps) rispetto al Bund decennale**



Fonte: Bloomberg e Banca d'Italia.

### 3. Uno schema concettuale di riferimento

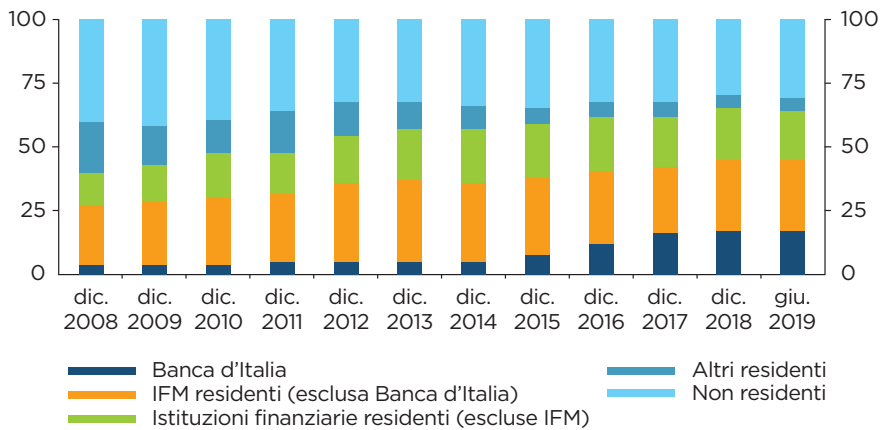
La definizione di uno schema concettuale di riferimento è necessaria per comprendere quali siano i possibili canali che possono trasmettere variazioni dello spread sul costo dei finanziamenti, tenuto conto delle decisioni prese dalle banche finanziatrici. Tali canali non sono insensibili alla distribuzione del debito pubblico presso gli investitori. In altri termini, il fatto che le banche detengano tutto, una parte rilevante oppure una parte marginale del debito pubblico modifica in maniera significativa i canali di trasmissione stessi e il comportamento delle imprese nel sistema.



Per questo motivo occorre fare un passo indietro e analizzare il fattore della distribuzione del debito. Come si evince dalla Figura 2, il debito pubblico italiano è detenuto in gran parte sotto forma di BTP dalle banche italiane, seguite da investitori esteri e piccoli risparmiatori italiani. A luglio del 2019, il debito pubblico è ripartito come segue: 18% Banca d'Italia, 19% istituzioni finanziarie monetarie residenti, 28% istituzioni finanziarie residenti, 30% non residenti (in cui viene considerato il debito detenuto dalle istituzioni europee quali il Meccanismo europeo di stabilità e la Banca centrale europea, oltre al Fondo monetario internazionale), 5% altri residenti. Sui BTP con cadenza decennale, viene solitamente calcolato lo spread – la differenza di rendimento – rispetto ai Bund tedeschi, considerati i più stabili. Un aumento del debito pubblico si riflette in un incremento del rischio associato all'Italia in veste di paese emittente obbligazioni, e comporta un aumento del rendimento dei BTP e dunque dello spread. Le conseguenze coinvolgono ogni aspetto del profilo delle banche che detengono BTP, come andremo ad analizzare.

**Figura 2 - Detentori del debito delle Amministrazioni pubbliche**

*Percentuale del totale*



*Fonte:* Finanza pubblica: fabbisogno e debito (luglio 2019), collana *Statistica*, Banca d'Italia.

Visto il ruolo critico assunto dalle banche nella detenzione di BTP diviene quindi fondamentale percorrere il bilancio di un istituto di credito, partendo dagli attivi per spostarci alle passività, e considerare le principali forme di finanziamento bancarie come i depositi, la liquidità interbancaria e l'emissione di debito. Vedremo come lo spread

influenza il costo di finanziamento affrontato dalla banca, e perché quest'ultimo si rifletta direttamente e gravosamente sul costo di finanziamento all'impresa.

### 3.1 GLI EFFETTI DAL LATO DELL'ATTIVO DELLE BANCHE

Innanzitutto, gli investimenti in titoli di stato corrispondono ad un attivo in bilancio. Un aumento dello spread significa maggiore incertezza associata al paese, dunque un maggiore rischio percepito riguardante gli attivi bancari nel loro complesso. Al fine di gestire il rischio, l'istituto di credito si troverà obbligato non solo a compensare con altri investimenti più sicuri, ma anche a diminuire l'esposizione al rischio derivante dai passivi delle imprese, ossia dai prestiti. In altri termini, questo significa che l'istituto bancario non dovrà solo esimersi dal prestare denaro volto a finanziare gli investimenti più innovativi e a più alto rischio, ma anche dal fornire nuove concessioni alle imprese più in difficoltà, il tutto per mitigare il rischio. Non è solamente una questione di rischio, ma anche di volumi: un aumento degli interessi offerti dai BTP comporta una diminuzione del loro prezzo e dunque il loro valore diminuisce. La banca dovrà accompagnare la riduzione degli attivi ad una eguale riduzione del volume dei passivi, quindi concedere meno prestiti. La *survey* periodica trimestrale svolta dalla BCE in materia di decisioni dei *lending officer* ("Bank Lending Survey" - BLS) mette chiaramente in luce questo processo in tutte e quattro le pubblicazioni del 2018<sup>8</sup> e nelle prime due del 2019<sup>9</sup>, sottolineandone anche la velocità di propagazione: in altri termini, sono sufficienti segnali di rialzo dello spread per attivare le decisioni sopra descritte in termini di riduzione del rischio della parte dell'attivo rappresentata da prestiti alle imprese. Quest'ultimo aspetto è particolarmente importante, e per certi versi, preoccupante in quanto il comportamento dei *lending officer* denota un legame sempre più stretto fra andamento della fiducia sul sistema paese, misurato dallo spread, e decisioni creditizie di natura espansiva oppure restrittiva. E questo non è soltanto un tema limitabile alla relazione fra spread e politiche creditizie ma di carattere un po' più generale in quanto investe la relazione fra spread, fiducia degli investitori nel sistema paese e andamento delle quotazioni dei titoli bancari. A fronte del calo del corso dei titoli per effetto del calo della fiducia, le politiche di gestione della banca, fra cui quelle creditizie, reagiscono nel loro insieme sia per contenere il rischio sia per trovare spazi per una crescita dei margini (Caselli e Sironi<sup>10</sup>).

<sup>8</sup> European Central Bank (2018), Euro Area Bank Lending Survey, Q1, Q2, Q3, Q4, *Quarterly Reports*.

<sup>9</sup> European Central Bank (2019), Euro Area Bank Lending Survey, Q1, Q2, *Quarterly Reports*.

<sup>10</sup> Caselli S., Sironi A., (2015), L'Unione Bancaria: ambizioni, certezze, rischi, in *Economia & Management*, n. 3.

Inoltre va anche sottolineato il fatto che, qualora le banche decidessero di vendere i BTP, potrebbero sicuramente limitare l'incremento del rischio derivante dall'esposizione diretta. Tuttavia, verrebbero comunque colpite attraverso gli altri canali che andremo ad analizzare. Va inoltre considerato che gli istituti finanziari hanno interesse a detenere titoli di stato in quanto il loro rendimento è alto e sono esenti da requisiti di capitale prudenziale da soddisfare, un caso unico nel suo genere considerato il possibile elevato rischio che essi comportano e per questo motivo altamente dibattuto in sede non solo di vigilanza comune. Vagliando anche la situazione macroeconomica, le banche si ritrovano di fatto nella condizione di non poter vendere i titoli di stato, ed in particolare non in ingenti quantità. Una vendita repentina dei BTP danneggerebbe le banche stesse, che soffrono del cosiddetto *doom-loop effect*, ossia il legame vizioso tra banche detentrici di titoli di stato e stati sovrani che non possono consentire il fallimento delle proprie banche. Ciò è anche intuibile dal fatto che il sistema finanziario di un paese è fortemente legato alle condizioni economiche del paese stesso, e di conseguenza un tracollo dei titoli di stato corrisponderebbe ad un rapido tracollo di tutto l'equilibrio finanziario (Brunnermeier, Garicano, Lane, Pagano *et al.*<sup>11</sup>).

### 3.2 GLI EFFETTI SUL LATO DEL PASSIVO

Considerando invece la parte del passivo delle banche, occorre innanzitutto sottolineare che un aumento dello spread fa apparire più attraenti, agli occhi dei risparmiatori italiani, i titoli di stato rispetto ai depositi bancari per l'impiego della propria liquidità. Le banche possono reagire decidendo di alzare i tassi di interesse che i depositanti ottengono per competere sul mercato della liquidità dei risparmiatori, anche se difficilmente potranno competere con il rendimento dei BTP stessi. Nella specificità (o meglio, nell'unicità) del nostro Paese, in più i risparmiatori hanno sempre avuto un forte attaccamento all'investimento in titoli di stato spesso prediligendo gli investimenti in buoni del tesoro ai più semplici depositi, anche per pochi punti base. Questo è avvenuto anche nel picco della crisi finanziaria italiana del 2011, in cui non è mai mancato il flusso di investimento proveniente dai risparmiatori italiani. Peraltro, anche la letteratura suggerisce che un aumento dello spread risulta in un maggiore costo di provvista bancaria ottenuta tramite depositi (Albertazzi, Ropele, *et al.*<sup>12</sup>) a prescindere dal caso italiano che dispone di una base di ri-

---

<sup>11</sup> Brunnermeier K., Garicano L., Lane P., Pagano M., Reis R., Santos T., Thesmar D., Van Nieuwerburgh S., Vayanos D. (2016), The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies, *American Economic Review*, 106 (5), pp. 508-12.

<sup>12</sup> Albertazzi U., Ropele T., Sene G., Signoretti F.M. (2013), The Impact of the Sovereign Debt Crisis on the Activity of Italian Banks, The Sovereign Debt Crisis and the Euro Area, *collana seminari e convegni*, Banca d'Italia, pp. 111-142.

sparmiatori ineguagliabile. Ad aggiungersi a questa situazione, la maggiore incertezza percepita porta i depositanti esteri a far rientrare i loro fondi, assottigliando ulteriormente la provvista di denaro "stabile" su cui la banca può fare affidamento. I depositi, dunque, scarseggiano, rendendo più esigua la più tradizionale delle fonti di finanziamento bancarie.

Inoltre, un aumento dello spread sui titoli sovrani porta ad un aumento immediato dello spread sui CDS bancari. Dalla letteratura emerge peraltro che le volatilità dei CDS bancari e dei titoli sovrani sono dovute in larga parte a fattori comuni (Zoli, 2013). Contemporaneamente, il rating sul paese è parte del processo valutativo che le agenzie di rating usano per formulare i rating bancari. È fortemente probabile che quindi il secondo diminuisca per adattarsi al primo (Caselli, Gandolfi, Soana<sup>13</sup>). A questi fattori va ad aggiungersi l'insicurezza insita, tipica della turbolenza macroeconomica dovuta ad un alto debito pubblico, che spesso porta gli investitori a modificare le loro preferenze. Per l'istituto di credito questa situazione significa una maggiore difficoltà nell'ottenere nuovi finanziamenti dal mercato disponibili solamente ad alto costo per compensare il più elevato rischio percepito. La capacità di continuare a svolgere le usuali attività bancarie sarà quindi alterata, immettendosi così in un circolo vizioso.

Ad aggravare questo scenario entra in gioco la riduzione di liquidità proveniente dalla BCE. Infatti, i fondi TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations* - operazioni volte a finanziare a basso costo gli istituti di credito, con il fine ultimo di stimolare gli investimenti all'economia reale), ampiamente utilizzati dalle banche italiane, dovranno essere rimborsati nel 2020 e 2021. Inoltre, ci si aspetta che la riduzione del *quantitative easing* comporti un aumento del costo di finanziamento per le banche (Fitch<sup>14</sup>). Nello schema di riferimento per la comprensione degli effetti dello spread, occorre sottolineare che non diminuisce solamente la liquidità proveniente dalla banca centrale, ma anche quella interbancaria: difatti, un aumento del debito pubblico comporta un'incertezza generale riguardante il merito creditizio delle banche italiane, comparabile in termini di effetti ad una diminuzione di quest'ultimo. Di conseguenza, le controparti europee sono più restie ad offrire fondi, innalzando di fatto delle barriere tra stati. L'offerta di liquidità può tuttavia avvenire se vengono offerte delle garanzie, sia tramite l'utilizzo della Banca centrale come intermediario per funzioni di compensazione e regolamento del prestito, ma anche tramite l'offerta di garanzie sul prestito stesso. In entrambi i casi, il costo per ottenere la liquidità aumenta (*Economic*

---

<sup>13</sup> Caselli S., Gandolfi G., Soana G., (2016), The Impact of Sovereign Rating News on European Banks, *European Financial Management Journal*, n. 1.

<sup>14</sup> Fitch Solutions (2018), *The End Of QE: Risks To The Eurozone Banking Sector*.

*Bulletin*<sup>15</sup>). Non va inoltre dimenticato che qualora la banca, afflitta indirettamente dal debito pubblico, decidesse di emettere obbligazioni per ottenere un rifinanziamento, sarà costretta ad emetterle a tassi di interesse più alti, sempre per le ragioni sopra citate, quali maggiore insicurezza e minore merito di credito. Tassi più alti, ossia rendimenti di base più alti per gli investitori, ma anche prezzi più bassi, quindi meno capitale raccolto. La letteratura suggerisce che dopo la crisi del 2008, la volatilità dello spread sui titoli di stato ha impattato il differenziale del rendimento delle obbligazioni delle cinque banche italiane più significative rispetto ad un gruppo di banche europee comparabili (Zoli, 2013). In un momento storico peculiare come quello che stiamo vivendo, in cui un aumento dei tassi è atteso da tempo, emettere un'obbligazione di durata significativa rappresenta un grosso rischio per l'istituto bancario che, qualora i tassi di interesse venissero alzati a livello centrale, si troverebbe a dover distribuire rendimenti ancora maggiori agli investitori. Emblematici sono i casi del 2018, in cui anche una banca primaria come Unicredit ha dovuto emettere *bond senior non preferred* con ben 420 punti base sul tasso *swap* a 5 anni a causa delle rinnovate turbolenze sullo spread italiano.

Nel loro insieme, le tensioni che dallo spread si riflettono sulle passività delle banche, attraverso i depositi, la provvista interbancaria e le emissioni obbligazionarie, tendono a comprimere il margine di interesse. Questo significa, che sul lato dell'attivo, la banca dovrà trasferire queste tensioni in termini di maggiori tassi praticati alla clientela per poter mantenere il medesimo livello di margine di interesse come definito nel budget dell'anno o più in generale nel piano industriale che è stato presentato al mercato. Il lato dell'attivo e quindi i finanziamenti alle imprese vengono così a subire una duplice sollecitazione, proveniente da fattori specifici dell'attivo di bilancio, come visti in precedenza e dal lato del passivo attraverso il margine di interesse.

Un ultimo effetto rilevante causato dall'aumento del debito pubblico, e non necessariamente collegato al passivo delle banche, è il *crowding out effect*, secondo il quale un aumento del debito pubblico, e dunque degli interessi sul debito, assorbirà la capacità di prestito di un'economia, scoraggiando gli investimenti nel privato. La liquidità presente nel sistema viene (quasi) interamente assorbita dal settore pubblico, più stabile e redditizio, a sfavore degli investimenti di capitale nelle imprese (Broner, Erce, et al.<sup>16</sup>). Il *crowding out effect* è stato ipotizzato in condizioni di economia chiusa, tuttavia un effetto simile è stato riscontrato dopo la crisi quando, in paesi dove il rendimento

---

<sup>15</sup> European Central Bank (2016), Recent Developments in the Composition and Cost of Bank Funding in the Euro Area, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1 / 2016 - Article.

<sup>16</sup> Broner F., Erce A., Martin A., Ventura J. (2014), Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-Out Effects, *Journal of Monetary Economics*, 61 (C), pp. 114-142.

sul debito era elevato, le conseguenti iniezioni di liquidità a tassi agevolati sono state spesso investite in titoli di stato invece che in finanziamenti all'economia reale.

#### 4. Gli effetti generali sui prestiti alle imprese

Possiamo concludere che gli effetti menzionati, derivanti da un aumento del debito pubblico e dalla maggiore percezione di rischio riguardante le prospettive macroeconomiche, confluiscono attraverso più canali in un sostanziale aumento del costo di provvista bancaria, disponibile inoltre in minori quantità, che si riflette direttamente sul costo e sui volumi del finanziamento all'impresa. Il debito pubblico forza gli istituti di credito a concedere meno finanziamenti, meno rischiosi e più costosi.

I termini e le condizioni di accesso al credito diventano più aspri e restrittivi. Le banche compiono la "corsa alla qualità", smettendo di supportare i debitori più fragili, sia terminando le linee di prestito sia rifiutando un alto numero di richiedenti (Bofondi, Carpinelli, Sette<sup>17</sup>). Qualora l'impresa sia abbastanza fortunata da aver accesso al credito, si troverà costretta ad affrontare tassi più alti, oppure a fornire maggiori garanzie volte a coprire il prestito. Dalla letteratura si evince infatti che l'aumento delle tensioni riguardanti il mercato dei titoli di stato comporta un aumento del costo di credito bancario (Neri, 2013), e una diminuzione dei suoi volumi (Del Giovane, Nobili, Signoretti<sup>18</sup>). Inoltre, i dati più recenti, offerti dal *Bollettino economico della Banca d'Italia n.3-2019* (vedi Figura 3), confermano come l'irrigidimento delle condizioni di concessione di credito abbia portato ad un calo dei prestiti concessi nell'ultimo anno. Come possiamo osservare, l'inasprimento riguarda ogni comparto dell'attività economica: sebbene la diminuzione del tasso di crescita dei prestiti volti a finanziare la manifattura sia la più marcata, il calo è chiaramente visibile anche per quanto riguarda il settore dei servizi e, nonostante la tipica volatilità, delle costruzioni. Il calo totale ammonta a circa l'1% da inizio anno.

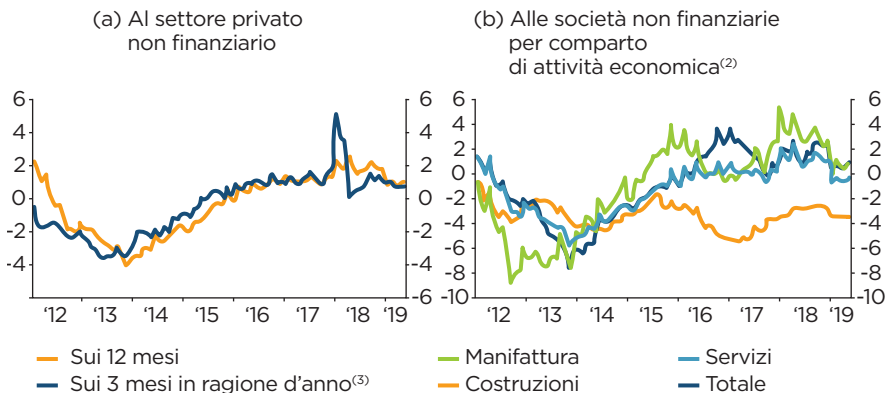
---

<sup>17</sup> Bofondi M., Carpinelli L., Sette E. (2013), Credit Supply During a Sovereign Debt Crisis, The Sovereign Debt Crisis and the Euro Area, *collana seminari e convegni*, Banca d'Italia, pp. 223-263.

<sup>18</sup> Del Giovani P., Nobili A., Signoretti F.M. (2013), Supply Tightening or Lack in Demand: Is the Sovereign Debt Crisis Different from Lehman?, The Sovereign Debt Crisis and the Euro Area, *collana seminari e convegni*, Banca d'Italia, pp. 171-222.

### Figura 3 - I prestiti bancari<sup>(1)</sup>: la dinamica dei volumi

Dati mensili; variazioni %



<sup>(1)</sup> I prestiti includono le sofferenze e i pronti contro termine, nonché la componente di quelli non rilevati nei bilanci bancari in quanto cartolarizzati. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni.

<sup>(2)</sup> Variazioni sui 12 mesi; fino a dicembre 2013 le serie per i comparti non sono corrette per gli aggiustamenti di valore.

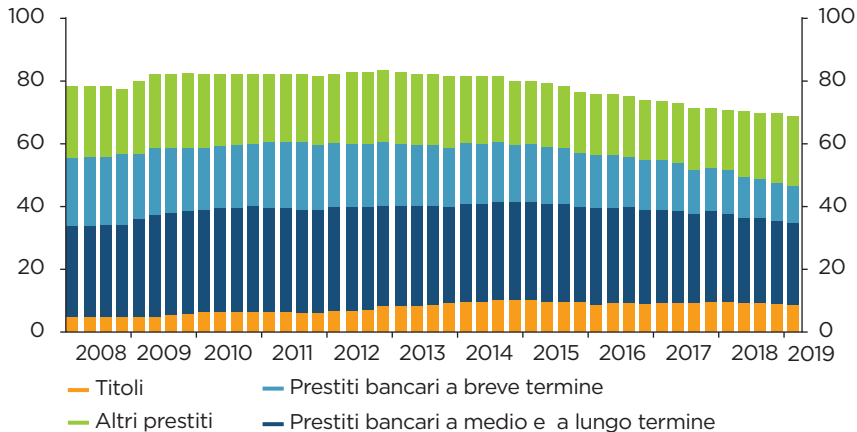
<sup>(3)</sup> I dati sono depurati dalla componente stagionale, la scelta dei modelli utilizzati per la destagionalizzazione, conforme alle linee guida del sistema statistico europeo, comporta che l'andamento della serie riportato nella Figura potrebbe non essere direttamente confrontabile con quelli presentati nei precedenti numeri del Bollettino economico. Fonte: segnalazioni di vigilanza.

Fonte: segnalazioni di vigilanza.

L'aumento del costo di finanziamento ha svariati effetti per l'impresa, ma primo tra tutti può rendere insormontabili i costi di progetti tradizionalmente sostenuti attraverso il credito bancario. In particolare, i primi a soccombere sono i progetti più rischiosi ed innovativi, seguiti da quelli espansivi. L'impresa può comunque decidere di intraprenderli esclusivamente con capitale proprio o tramite altri tipi di finanziamento, ma è facile che debba ridimensionarli per adeguarsi all'ammontare dei fondi. Tuttavia, l'irrigidimento delle condizioni di concessione del credito ha comportato anche sfiducia nel sistema bancario: il settore finanziario, infatti, segnala che la crescita della domanda di finanziamenti si è interrotta.

#### Figura 4 - La struttura del debito delle imprese<sup>(1)</sup>

Dati trimestrali; in percentuale del PIL



<sup>(1)</sup> Consistenze di fine trimestre; flussi cumulati su 4 trimestri. I dati dell'ultimo periodo sono provvisori. Il debito include i prestiti cartolarizzati.

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e ISTAT.

Sicuramente l'impatto risulta amplificato per i sistemi di impresa maggiormente legati al finanziamento bancario rispetto a quelli rivolti ai mercati, come nel caso del sistema di impresa italiano. In Italia, come riportano la Banca d'Italia e l'ISTAT (di cui riportiamo la Figura 4) più della metà del debito delle imprese è costituito da prestiti bancari a breve, medio e lungo termine. Immaneabilmente, la struttura del debito di impresa italiano comporta che le conseguenze delle prospettive macroeconomiche - quali un aumento del debito pubblico - che si ripercuotono sul sistema bancario, vengano immediatamente assorbite anche dal sistema imprenditoriale. È per questo motivo che un aumento del costo delle provviste bancarie si tramuta direttamente in un aumento del costo di finanziamento all'impresa. Inoltre, è necessario considerare che l'impresa italiana è fortemente legata alle banche italiane. La diminuzione dei volumi di credito offerti non viene compensata in alcun modo: le imprese italiane non si rivolgono a istituti stranieri per compensare la restrizione dell'accesso ai finanziamenti (Bofondi, Carpinelli, Sette, 2013). Una maggiore autonomia tra il settore bancario ed il settore imprenditoriale salvaguarderebbe quest'ultimo dalle conseguenze più dirette.



## 5. Conclusioni e raccomandazioni

Le possibilità di ottenere una scissione più netta tra il settore finanziario ed imprenditoriale esistono. L'impresa italiana, infatti, può seguire l'esempio delle sue controparti internazionali predisponendosi ad una maggiore apertura ai mercati finanziari ed azionari, sia tramite l'emissione di obbligazioni che di azioni. Inoltre, le aziende italiane possono svincolarsi dal legame con le banche sostenendosi anche con più capitale. Questo è il terreno su cui occorre concentrare le raccomandazioni e le indicazioni di policy che, ben al di là del tema dello spread, possono contribuire all'irrobustimento dell'economia italiana. E ciò coinvolge in maniera diretta sia il modello di business delle banche che la struttura finanziaria delle imprese.

Il tema del modello di business delle banche è un aspetto che, oltre alla dimensione, penalizza il sistema bancario europeo e in modo particolare quello italiano. Il dato immediato è offerto dalla composizione delle passività delle imprese: negli Stati Uniti, il 70% del *funding* delle imprese è fatto dal ricorso al mercato mentre in Europa il 70% è rappresentato da finanziamenti bancari. Questa differenza sostanziale non solo rende le imprese europee meno capitalizzate e più fragili ma rende soprattutto le banche europee totalmente dipendenti dal business dei prestiti e quindi esposte alla volatilità del margine di interesse. Questo non significa cercare un cambiamento radicale delle banche europee ma promuovere, ancora una volta sul versante politico, della regolamentazione e su quello degli azionisti una comune volontà europea di progressivo orientamento delle banche all'attività di *capital market* a tutto tondo.

Per il mercato *corporate*, la spinta più forte è data dalla dinamica "de-leveraging - gestione dei requisiti di capitale" per cui l'esigenza di forte riduzione degli attivi delle banche deve essere accompagnata simultaneamente da una sostituzione dei prestiti con debito di mercato e da una crescita dei profili di merito creditizio dei clienti: entrambe le operazioni consentono infatti di mitigare la pressione sul capitale di vigilanza delle banche. Se la sostituzione di bond a *loan* è resa tutto sommato agevole dalla presenza di tassi di interesse a livelli minimi, la crescita dei rating della clientela può essere effettuata solo attraverso una spinta alla capitalizzazione delle imprese stesse, ricorrendo alla leva degli *equity investor* e ad un utilizzo più diffuso del mercato di borsa. Ciò significa che, in entrambi i casi, l'offerta della banca deve spostarsi dal tradizionale baricentro rappresentato dal *corporate lending* ad un assetto più complesso che vede una complementarità fra credito, *capital market* e *private equity*. Se per le banche sistemiche significa diversificare maggiormente l'offerta verso l'area dell'*investment banking*, per le banche domestiche significa costruire divisioni o strutture dedicate di *corporate finance* che permettano il collegamento fra fondi di *private debt* e *private equity*

con aziende di dimensioni più piccole. In altri termini, se l'*investment banking* richiede scala, disponibilità di *know-how* e *reputation*, per cui è possibile solo per banche a vocazione e con dimensioni come minimo europee, l'attività di *advisory* e la funzione di collegamento fra domanda e offerta di carta finanziaria appare fattibile – oltre che ineludibile – anche per le banche di minori dimensioni.

I segnali di un cauto ottimismo in questa direzione sono peraltro presenti. Una recente ricerca dell'OCSE sul finanziamento delle PMI a livello europeo ("SMEs Financing in Europe", 2015) segnala che il processo di sostituzione di debito bancario con debito di mercato è in atto, sebbene con velocità diverse da paese a paese. Anche in un mercato tradizionalmente basato sul finanziamento bancario come quello italiano, il mercato di borsa si è arricchito di un segmento AIM estremamente vitale e del progetto Elite di Borsa Italiana sta concretamente agendo da incubatore/acceleratore di aziende desiderose di fare il salto nel mercato dei capitali; inoltre, il ricorso a debito di mercato – tanto nel formato dei mini bond quanto soprattutto in quello dell'emissione di bond convenzionali da parte di aziende *un-rated* – sta crescendo in maniera importante, come evidenziato da una recente ricerca del centro Baffi-Carefin della Bocconi ("Il mercato dei capitali in Italia: opportunità per imprese e investitori", 2015). In questo senso, la costituzione di una Unione del mercato dei capitali a livello europeo – spesso auspicata – costituirebbe il fondamentale e sinergico complemento alla Unione bancaria. Ma sarebbe anche il percorso adeguato per il nostro Paese che, ferma restando l'esigenza di una seria politica di contenimento del debito pubblico, ne limiterebbe gli effetti sul sistema reale e in modo particolare sulla struttura finanziaria delle imprese.

## Rivista di Politica Economica

La Rivista di Politica Economica è stata fondata nel 1911 come "Rivista delle società commerciali" ed ha assunto la sua attuale denominazione nel 1921. È una delle più antiche pubblicazioni economiche italiane ed ha sempre accolto analisi e ricerche di studiosi appartenenti a diverse scuole di pensiero. Nel 2019 la Rivista viene rilanciata, con periodicità semestrale, in un nuovo formato e con una nuova finalità: intende infatti svolgere una funzione diversa da quella delle numerose riviste accademiche a cui accedono molti ricercatori italiani, scritte prevalentemente in inglese, tornando alla sua funzione originaria che è quella di discutere di questioni di politica economica, sempre con rigore scientifico. Gli scritti sono infatti in italiano, più brevi di un *paper* accademico, e usano un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori. Ogni numero è una monografia su un tema scelto grazie ad un continuo confronto fra l'editore e l'*Advisory Board*. La Rivista è accessibile online sul sito di Confindustria.

### Redazione Rivista di Politica Economica

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma (Italia)

e-mail: [rpe@confindustria.it](mailto:rpe@confindustria.it)

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica>

### Direttore responsabile

Silvia Tartamella

### Coordinamento editoriale ed editing

Gianluca Gallo

Adriana Leo

La responsabilità degli articoli e delle opinioni espresse è da attribuire esclusivamente agli Autori. I diritti relativi agli scritti contenuti nella Rivista di Politica Economica sono riservati e protetti a norma di legge. È vietata la riproduzione in qualsiasi lingua degli scritti, dei contributi pubblicati sulla Rivista di Politica Economica, salvo autorizzazione scritta della Direzione del periodico e con l'obbligo di citare la fonte.

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.  
Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma