

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

TRAIETTORIE EUROPEE, SFIDE PER L'ITALIA

Michele Battisti
Marina Brogi
Marco Buti
Piergiorgio Carapella
Marta Dassù
Alexandra D'Onofrio
Alessandro Fontana
Giorgia Giovannetti
Cecilia Jona-Lasinio
Valentina Lagasio
Michele Mancini
Stefano Manzocchi
Enrico Marvasi
Marcello Messori
Gianmarco Ottaviano
Francesco Saraceno
Lorena Scaperrotta
Giulio Vannelli

N. 2-2020

Rivista di
Politica Economica

Direttore: 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
Giampaolo Galli
Nicola Giammarioli

Gabriele Giudice
Paolo Guerrieri
Luigi Guiso
Elisabetta Iossa
Francesco Lippi
Francesca Mariotti
Marcello Messori
Salvatore Nisticò
Luigi Paganetto
Ugo Panizza
Andrea Prencipe
Andrea Filippo Presbitero
Riccardo Puglisi
Pietro Reichlin
Francesco Saraceno
Fabiano Schivardi
Lucia Tajoli
Gilberto Turati

RIVISTA DI

POLITICA ECONOMICA

TRAIETTORIE EUROPEE, SFIDE PER L'ITALIA

Introduzionepag. 5

Stefano Manzocchi

1. LO STATO DELL'UNIONE

L'Europa geopolitica fra Stati Uniti e Cina » 17

Marta Dassù

Europa 2020: l'anno della svolta? » 37

Francesco Saraceno

Il ruolo della BCE e le dinamiche del settore bancario ... » 53

Marina Brogi, Valentina Lagasio

**Il ruolo delle catene globali del valore
nella pandemia: effetti sulle imprese italiane** » 77

Giorgia Giovannetti, Michele Mancini, Enrico Marvasi, Giulio Vannelli

Geografia economica dell'Europa scontenta » 101

Gianmarco Ottaviano

2. LE POLITICHE EUROPEE E LE SFIDE PER L'ITALIA

**La risposta delle politiche di bilancio nazionali
all'emergenza sanitaria** » 127

Piergiorgio Carapella, Alessandro Fontana, Lorena Scaperrotta

**Come finalizzare il Piano Nazionale di Ripresa
e Resilienza dell'Italia** » 161

Marco Buti, Marcello Messori

**Politiche di coesione e crescita economica:
l'Italia nel panorama europeo** » 185

Michele Battisti, Alexandra D'Onofrio, Cecilia Jona-Lasinio, Stefano Manzocchi

Il ruolo della BCE e le dinamiche del settore bancario

Marina Brogi, Valentina Lagasio*

- *La crisi economica conseguente all'emergenza sanitaria collegata al Covid-19 è la prima crisi globale dopo il 2008 ed è simile, in termini di severità di impatto, a quella conseguente al secondo conflitto mondiale. Sebbene autorità e governi siano intervenuti tempestivamente per cercare di contenere i danni economici collaterali, gli impatti saranno considerevoli per l'economia e, conseguentemente, anche per le banche.*
- *La politica monetaria espansiva, la liberazione di risorse patrimoniali per le banche, combinate con moratorie e garanzie statali, hanno nell'immediato fornito liquidità alle imprese. Tuttavia, diversi studi confermano la necessità di aumentare la loro patrimonializzazione.*
- *L'Italia presenta margini di manovra limitati rispetto ad altri paesi, in quanto la possibilità di intervento con misure fiscali deve anche tenere conto dello stock di debito pubblico accumulato e della già elevata pressione fiscale. Sarebbe quindi opportuno procedere con incentivi fiscali mirati e semplici per stimolare il superamento di alcune croniche debolezze del sistema produttivo italiano e favorire una maggiore patrimonializzazione delle imprese e la loro crescita dimensionale, sostenendo aumenti di capitale, quotazioni in borsa e fusioni, anche potenziando alcuni strumenti già esistenti. Oltre a migliorare la capacità delle imprese di affrontare la crisi nei prossimi anni, una maggiore patrimonializzazione comporterebbe una riduzione della probabilità di default delle stesse e quindi una riduzione nei RWA delle banche.*

JEL Classification: E50, E51, E60, G21.

Keywords: Covid-19, banche, credito, imprese, politica monetaria.

*marina.brogi@uniroma1.it, Dipartimento di Management, Sapienza Università di Roma; valentina.lagasio@uniroma1.it, Dipartimento di Management, Sapienza Università di Roma. Le autrici desiderano ringraziare Chiara Torriero e Giuseppina Viola per i generosi suggerimenti e Alessandro Ferracci per il prezioso supporto.

1. Le politiche della BCE

Tutte le banche centrali delle economie avanzate hanno reagito fermamente allo shock provocato dalla pandemia da Covid-19 con politiche volte a contrastare le criticità generate dalla crisi e favorire l'afflusso di credito verso l'economia reale¹. Nello specifico, la BCE ha messo in atto politiche monetarie e prudenziali complementari volte a sostenere l'economia. L'esperienza delle precedenti crisi supporta l'idea che le politiche monetarie emergenziali della BCE, insieme alle azioni messe in atto dalla vigilanza per liberare il capitale di rischio delle banche, aiuteranno l'economia ad attutire lo shock dovuto alla pandemia e contribuiranno alla ripresa.

Poiché i tassi applicati dalla BCE avevano già sconfinato la soglia dello *zero lower bound*², gli interventi nell'Area euro si sono concentrati sugli acquisti di attività, sulle operazioni di rifinanziamento e sulle politiche prudenziali.

1.1 LE AZIONI DI POLITICA MONETARIA

La prima azione messa in campo dalla BCE è stata attuata il 12 marzo 2020 con l'ampliamento per ulteriori 120 miliardi di euro nella dotazione per gli acquisti netti del *Asset Purchase Programme* (APP), attivi dal 2014; il 18 marzo 2020 è stato varato un piano di acquisti aggiuntivo specifico per l'emergenza, il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP).

Dalla dimensione iniziale di 750 miliardi di euro, il PEPP è stato ampliato prima a giugno 2020 e poi il 10 dicembre 2020, arrivando a un ammontare massimo di 1.850 miliardi, con nuovi acquisti previsti almeno fino alla fine di marzo 2022. Il reinvestimento della quota capitale a scadenza è stato esteso a dicembre 2023. Sia l'ammontare sia la durata del PEPP potranno essere ulteriormente modificati dalla BCE nel caso gli effetti negativi della pandemia fossero peggiori del previsto.

È stato inoltre ampliato il novero delle attività idonee per l'acquisto, includendo anche *commercial paper* di istituzioni non finanziarie ed i titoli di debito pubblico greco, in deroga alle disposizioni vigenti. La novità più rilevante è la possibilità di deviare rispetto alle quote di partecipazione nazionale al capitale BCE per i titoli di debito pubblico, al fine di evitare la frammentazione dei vari segmenti nazionali

¹ Per maggiori informazioni riguardo alle politiche messe in atto dalle banche centrali degli altri paesi avanzati si rimanda a Cavallino P., De Fiore F., "Central Banks' Response to Covid-19 in Advanced Economies", *BIS Bulletin*, 2003, n. 21.

² Più specificamente, già da settembre 2019, i tassi sulle diverse forme di finanziamento presso la BCE erano le seguenti: *Deposit Facility*, -0,5%; *Main Refinancing Operations*, 0%; *Marginal Lending Facility*, 0,25%.

del mercato dei titoli di stato, così da assicurare un'efficace trasmissione della politica monetaria in tutta l'Eurozona. Possono quindi essere acquistati in quantità maggiori i titoli nei cui mercati sono presenti tensioni più forti³.

Anche per i programmi di prestiti alle banche, le prime azioni della BCE si sono concentrate nell'estendere quei programmi già attivi. Il primo passo è stata una *Longer-Term Refinancing Operation* (LTRO) temporanea, con lo scopo di alleviare le tensioni nel mercato monetario evitando così avviticchiamenti negativi nella liquidità. Queste operazioni hanno fatto da ponte fino all'istituzione delle *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations* (PELTRO). Le PELTRO consentiranno quindi alle banche di ottenere tutto il *funding* di cui necessitano, con un tasso di interesse negativo (25 punti base al di sotto del tasso delle Operazioni di Rifinanziamento Marginali, attualmente allo 0%).

Tra le operazioni di rifinanziamento, una menzione particolare spetta alle *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO), operazioni non convenzionali utilizzate dalla BCE sin dal 2014.

Lo scopo delle TLTRO è quello di fornire liquidità alle banche in modo da incentivare i prestiti verso l'economia reale, andando quindi a potenziare la trasmissione della politica monetaria. Per il terzo *round* di queste operazioni, già programmato dal 2019, la BCE ha deciso una prima riduzione dei tassi all'inizio della pandemia ed una ulteriore contrazione all'arrivo della seconda ondata. Attualmente il tasso applicato è -0,5% (50 punti base sotto il tasso delle *Main Refinancing Operations* - MRO -), ma le banche possono beneficiare di condizioni ancora più favorevoli se i prestiti erogati all'economia reale aumentano rispetto al periodo precedente⁴. In tal caso, il tasso di interesse sulla liquidità erogata dalla BCE con il TLTRO scende a -50 punti base rispetto al tasso medio ottenuto sulla *deposit facility* e in ogni caso non sarà più alto del -1%.

Per facilitare l'accesso delle banche alle operazioni di rifinanziamento, la BCE ha apportato diverse modifiche al *framework* con il quale determina quali titoli possono essere utilizzati come collaterale. Le principali modifiche apportate sono le seguenti:

- modifiche alla sezione *Additional Credit Claims* del *framework*, con una estensione delle tipologie di crediti accettabili come col-

³ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1-3949d6f266.en.html. Questa decisione è stata criticata dalla Corte costituzionale federale tedesca per una presunta violazione dei trattati europei. Per maggiori informazioni si faccia riferimento a BVerfG, *Judgment of the Second Senate of 5 May 2020*, 2 BvR 859/15 -, paras. 1-237, http://www.bverfg.de/e/rs20200505_2bvr085915en.html.

⁴ Per maggiori dettagli riguardo al calcolo del *benchmark* si faccia riferimento all'Allegato I della Decisione 2019/1311 della Banca Centrale Europea, e a <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/>.

laterale ai prestiti verso imprese e famiglie che sono protetti da garanzie pubbliche, possibilità di utilizzare modelli interni per la valutazione del rischio di credito su tali titoli e riduzione dei requisiti di *reporting* sui singoli prestiti che confluiscono nel collaterale.

- Un aumento della tolleranza per il rischio dell'Eurosistema, con la riduzione del 20% degli *haircut* per la valutazione dei titoli utilizzati come collaterale.
- Altre modifiche temporanee, come l'annullamento della soglia minima sui crediti da utilizzare per il collaterale, l'aumento della percentuale dei crediti non-collateralizzati che possono confluire nei titoli posti a garanzia e l'accettazione in deroga dei titoli di debito pubblico greci.

Il 22 aprile 2020⁵ la BCE ha introdotto disposizioni per continuare ad utilizzare come garanzia i cosiddetti *fallen angel*, ossia titoli che hanno subito una riduzione di rating uscendo dalla classe *investment grade*. Per cui i titoli di ogni emittente che risultavano idonei come collaterale (rating BBB-) prima della pandemia continueranno ad essere accettati finché il loro rischio non scenderà sotto il *credit quality step 5* (BB).

Infine, dal 22 settembre 2020, anche le obbligazioni *sustainability-linked* sono accettate a garanzia dei prestiti ottenuti, così da utilizzare la politica monetaria per incentivare investimenti sostenibili.

1.2 LE MISURE PRUDENZIALI

La reazione delle BCE alla pandemia non si è fermata alla politica monetaria: altrettanto rapide e pervasive sono state le misure prudenziali con la complessiva liberazione di risorse patrimoniali per un ammontare di circa 120 miliardi di euro⁶.

La vigilanza della BCE ha infatti prontamente deciso di rilasciare tutti i *buffer* regolamentari costruiti nel corso degli ultimi anni. Le banche potranno quindi operare al di sotto del livello di capitale definito dalla *Pillar 2 Guidance* (P2G), del *Capital Conservation Buffer* (CCB) e del *Liquidity Coverage Ratio* (LCR). A tali interventi si è affiancato il rilascio del *Countercyclical Capital Buffer* (CCyB) da parte delle autorità macroprudenziali nazionali. Alle banche sarà inoltre concesso di utilizzare gli strumenti di capitale che non si qualificano come CET1 (es. strumenti Tier 1 addizionali e Tier 2) ai fini dei requisiti *Pillar 2*.

La BCE ha raccomandato alle banche di sospendere il pagamento dei dividendi inizialmente fino a ottobre 2020 e poi per tutto il 2020,

⁵ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200422_1-95e0f62a2b.en.html

⁶ BCE Vigilanza Bancaria, "La nostra risposta alla pandemia di Coronavirus", FAQ.

nonchè di adottare un'estrema moderazione nelle remunerazioni variabili. Tali disposizioni sono state recentemente confermate, consentendo tuttavia la distribuzione di dividendi fino al 15% degli utili cumulati nel periodo 2019-2020 e comunque senza far scendere di oltre 20 punti base il CET1 ratio.

Pur non rientrando nel suo mandato, la vigilanza unica ha cercato di intervenire, per quanto possibile, al fine di limitare la prociclicità dell'IFRS9 esortando le banche ad utilizzare al massimo la flessibilità concessa dal Regolamento sui Requisiti Patrimoniali nell'applicazione di IFRS9⁷ ed ha consigliato delle strategie con cui calibrare le proiezioni economiche utilizzate per il calcolo dell'*expected credit loss*, come ad esempio un maggior peso alle proiezioni lungo termine basate sui dati storici.

Inoltre, il Presidente del Meccanismo di Vigilanza Unico ha inviato delle lettere alle banche significative con le linee guida riguardo le pratiche operative⁸ e l'identificazione e la misurazione del rischio di credito⁹ da seguire in relazione al Covid-19.

La crisi si tradurrà in un aumento dei *non-performing loan*. In prima battuta, la vigilanza BCE ha deciso di estendere la flessibilità prevista nell'"Orientamento BCE sugli NPLs" sulla classificazione automatica dei debitori come *unlikely to pay* quando protetti da moratorie, concedendo tre mesi di sospensione dei pagamenti aggiuntiva per ogni sei mesi di moratoria prima che scatti l'obbligo di riclassificazione. Questa azione è possibile grazie agli *Orientamenti sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti applicate alla luce della crisi Covid-19* dell'EBA, riattivati il 2 dicembre dopo la valutazione dell'impatto della seconda ondata. Inoltre, sono allo studio misure a livello europeo¹⁰ per cercare di ovviare agli effetti restrittivi derivanti dalla nuova definizione di default, dalle *NPL operational guidelines* e dal *calendar provisioning*.

⁷ Le disposizioni transitorie per l'applicazione di IFRS9 sono state estese di due anni con il Regolamento (EU) 2020/873. Per completezza, si rimanda anche alla lettera inviata dalla BCE alle banche *significant* in data 1° aprile 2020, dal titolo "IFRS 9 in the Context of the Coronavirus (Covid-19) Pandemic".

⁸ Lettera BCE, "Operational Capacity to Deal with Distressed Debtors in the Context of the Coronavirus (Covid-19) Pandemic", 28 luglio 2020.

⁹ Lettera BCE, "Identification and Measurement of Credit Risk in the Context of the Coronavirus (Covid-19) Pandemic", 4 dicembre 2020.

¹⁰ https://ec.europa.eu/info/publications/201216-non-performing-loans-action-plan_en.

2. Gli effetti delle politiche della BCE

Gli effetti di APP, tasso negativo sui depositi presso la BCE e TLTRO si sono rivelati efficaci nell'ampliare il volume e ridurre i tassi applicati ai prestiti alle imprese non finanziarie dell'Area euro, oltre che a ridurre la dispersione nei tassi applicati nei principali paesi dell'Eurozona (Francia, Germania, Spagna e Italia)¹¹. In particolare, il programma di APP ha migliorato le condizioni di finanziamento dell'economia reale attraverso tre canali: segnalazione, ricomposizione dei portafogli e trasmissione diretta.

Il canale di segnalazione va essenzialmente ad amplificare la *forward guidance* della BCE: gli acquisti contribuiscono a rafforzare l'aspettativa di una politica accomodante per gli anni a venire, modificando quindi le decisioni di spesa dell'economia.

Il canale di ricomposizione dei portafogli indica, invece, quegli effetti percepibili principalmente sui mercati finanziari. La vasta quantità di titoli acquistata ha avuto l'effetto di andare a comprimere i rendimenti in diversi segmenti dei mercati finanziari. Infatti, non sono stati solo i titoli idonei all'acquisto a beneficiare dell'intervento: la riduzione dei tassi di interesse ha avuto effetto su tutto il mercato, andando così a migliorare la raccolta di fondi anche per le istituzioni le cui emissioni non erano idonee. Tale compressione dei rendimenti ha quindi estratto il rischio di *duration* dai portafogli degli investitori, aumentando la loro capacità di sopportazione del rischio ed incentivando gli acquisti di titoli più rischiosi.

Gli effetti dell'APP non sono però rimasti confinati ai soli mercati finanziari. Tramite il canale di trasmissione diretta hanno influenzato positivamente il mercato del credito bancario. In primo luogo, gli acquisti di *asset-backed security* hanno aumentato i prezzi dei suddetti titoli, incentivando quindi la concessione di prestiti in vista della cartolarizzazione.

In secondo luogo, l'APP ha aumentato la quantità di credito disponibile per le imprese, liberando fondi bancari tramite un ribilanciamento della raccolta delle grandi imprese sui mercati. Inoltre, le banche hanno reinvestito nel credito anche i proventi della vendita dei titoli, andando quindi ad incrementare ulteriormente la quota di prestiti nei loro bilanci.

Nell'ultima Indagine sul credito bancario nell'Area euro¹², condotta semestralmente dalla BCE su un campione di 150 banche, di cui 10

¹¹ Hammermann F. *et al.*, "Taking Stock of the Eurosystem's Asset Purchase Programme After the End of Net Asset Purchases", in *ECB Economic Bulletin Articles*, 2019, 2, Figura 8.

¹² ECB, "The Euro Area Bank Lending Survey", ottobre 2020.

capogruppo di gruppi creditizi italiani, sono state introdotte due domande specifiche relative alle politiche monetarie non convenzionali implementate per contrastare gli effetti economici della pandemia.

Secondo le banche partecipanti, sia gli acquisti di titoli (APP e PEPP) sia le operazioni di rifinanziamento (TLTRO III), hanno migliorato la liquidità e le condizioni della raccolta del settore bancario, trasmettendo così un impatto positivo nel credito verso l'economia reale.

Con riguardo all'APP e al PEPP, le banche hanno dichiarato un effetto di rilassamento dei termini e delle condizioni generali concesse per i nuovi crediti e un impatto nullo sui criteri di erogazione dei prestiti. In particolare, una proporzione maggiore di banche - pari al 10% - ha dichiarato di aver allentato le condizioni (*net easing*) richieste sui nuovi prestiti.

Le banche hanno segnalato anche un impatto positivo sui volumi di credito concesso, con un effetto maggiore per le imprese e minore per le famiglie: una percentuale netta del 18% delle banche ha indicato di aver aumentato le erogazioni verso il sistema produttivo grazie ai programmi di acquisti, rispetto al 3% delle banche rispondenti a luglio. Inoltre, una percentuale netta del 17% di esse si aspetta nel futuro un aumento dei volumi di credito verso le imprese.

Relativamente alle TLTRO III, il 72% delle banche partecipanti ha indicato di aver usato la liquidità ottenuta per concedere credito al settore privato non finanziario, il cui aumento si è attestato a +40% ad aprile, riflettendo così l'alto tasso di partecipazione all'operazione. Le aspettative per il futuro appaiono peraltro molto positive: il 54% delle banche dichiara che la concessione di credito rimane il motivo principale per la partecipazione alle operazioni, seguita dal 37% che indica di voler partecipare al fine di detenere liquidità per le operazioni con l'Eurosistema. Le banche indicano che, oltre ad aver influenzato i volumi, le TLTRO III hanno contribuito ad un allentamento dei criteri di erogazione e dei termini e condizioni sui prestiti. Di nuovo, l'impatto è stato più marcato per le imprese che per le famiglie, con percentuali nette rispettivamente del -14% per i criteri di erogazione e -19% per i termini e le condizioni sui prestiti.

Esposito, Fantino e Sung¹³ analizzano l'effetto del TLTRO II sul credito alle imprese italiane usando un *dataset* composto da 110.808 imprese e 339 gruppi bancari, per un totale di 159.876 relazioni banca-impresa con riferimento ai prestiti a termine nel periodo tra il primo trimestre 2015 e l'ultimo trimestre 2017. I risultati dell'analisi mostrano l'efficacia del programma BCE, che ha aumentato il volume di prestiti tra il 10% e il 14% nel triennio, riducendo i tassi di interesse tra i 23 e i 34 punti

¹³ Esposito L., Fantino D., Sung Y., "The Impact of TLTRO II on the Italian Credit Market: Some Econometric Evidence", in *Temi di Discussione Banca d'Italia*, 2020, n. 1264.

base. L'impatto è stato però eterogeneo: le imprese con un profilo di rischio basso hanno ricevuto maggiore quantità di credito mentre quelle ad alto rischio hanno beneficiato di una più marcata riduzione degli interessi. Con riguardo alla dimensione delle imprese, gli effetti sono stati omogenei, con le grandi e le piccole imprese destinatarie dei medesimi benefici.

Va sottolineato, però, che l'aumento dei prestiti e la riduzione dei tassi di interesse è avvenuta principalmente nei confronti delle banche con un NPE ratio più basso: la correlazione positiva tra la ricezione di tali benefici e la quantità di *non-performing loan* mostra l'importanza della gestione dei crediti deteriorati, come sarà sottolineato nella prossima sezione.

In Altavilla *et al.*¹⁴, gli autori si spingono oltre questa mera considerazione, cercando di quantificare quali saranno gli effetti delle politiche pandemiche¹⁵. Lo studio, basato sugli impatti di misure simili adottate nel passato e applicato ai dati di 305 banche dell'Area euro tra agosto 2007 e aprile 2020, mostra l'efficacia delle politiche della BCE e il loro effetto combinato. In particolare, è stato stimato che la sola operazione di TLTRO III potrebbe evitare una contrazione del 3% nei volumi di credito nel periodo 2020-2022, mentre le misure di liberazione delle risorse patrimoniali potrebbero consentire una crescita annua del 2,2% dei volumi di credito.

Gli autori mostrano anche le forti complementarità delle misure: ogni punto percentuale di riduzione dei requisiti patrimoniali aumenta i volumi di prestiti delle banche che partecipano alle TLTRO di un punto percentuale. Questo avviene poiché la riduzione dei requisiti patrimoniali consente alle banche di impiegare in prestiti i fondi raccolti tramite operazioni di rifinanziamento con la Banca Centrale.

Infine, stimano gli effetti sull'economia reale: le misure pandemiche potrebbero prevenire la perdita dell'1,4% dei posti di lavoro nel settore privato, percentuale che equivale a oltre un milione di lavoratori nell'intera Area euro.

Tali studi suggeriscono che le politiche monetarie emergenziali, insieme alle azioni messe in atto dalla vigilanza per liberare risorse patrimoniali, aiuteranno ad attutire lo shock dovuto alla pandemia e contribuiranno alla ripresa.

La Presidente della BCE, Christine Lagarde, ha ribadito che la politica monetaria da sola non è sufficiente e che la complementarità tra politica monetaria e politica fiscale è ancora più importante nel contra-

¹⁴ Altavilla C. *et al.*, "The Great Lockdown: Pandemic Response Policies and Bank Lending Conditions", in *ECB Working Paper Series*, 2020, n. 2465.

¹⁵ Va sottolineato che l'articolo è stato pubblicato a settembre 2020, per cui non considera gli effetti della seconda ondata.

sto agli effetti economici della pandemia. La politica fiscale è potenzialmente superiore alla politica monetaria quando gli shock colpiscono in maniera eterogenea in quanto consente di intervenire in maniera mirata, andando a supportare i settori più colpiti¹⁶. In secondo luogo, può rompere il cosiddetto “paradosso del risparmio”, stimolando i consumi di famiglie che in assenza di una risposta fiscale certa avrebbero ridotto la spesa. Inoltre, la Presidente ha sottolineato che, quando la politica monetaria è al *lower bound* e rimarrà a quel livello per un lungo periodo, i moltiplicatori della spesa sono più alti. Questo implicherebbe un impatto più che proporzionale sul PIL, sostenendo efficacemente sia imprese e famiglie, sia il settore bancario: l'aumento indotto dell'attività e la conseguente riduzione delle difficoltà degli operatori economici rappresenterebbero un potente aiuto per la riduzione degli NPL, andando a mitigare le difficoltà attese nella gestione del deterioramento del credito.

In questo contesto la politica monetaria dovrà quindi occuparsi di minimizzare possibili impatti negativi della politica fiscale, come lo spiazzamento della spesa privata, e dovrà continuare a supportare le banche al fine di assicurare l'afflusso di credito alle imprese.

Al contempo, va sottolineato che le politiche fiscali complementari dovranno privilegiare interventi con moltiplicatori più elevati per favorire la sostenibilità dei debiti pubblici aggiuntivi.

3. Le banche italiane e il Covid-19

Grazie alle riforme attuate in seguito alla crisi finanziaria del 2008, le banche italiane, così come quelle europee, si trovano ad affrontare la crisi pandemica con un grado di solidità e resilienza superiore rispetto al passato.

Come mostrato nel “Rapporto sulla stabilità finanziaria”¹⁷, i principali ratio regolamentari sono ancora a livelli stabili. A giugno 2020, il CET1 era in media al 14,8% delle RWA, in aumento dello 0,8% rispetto a fine 2019. Tale aumento è avvenuto sia per le banche significative (14,8%, in aumento dello 0,8%) che per le banche meno significative (17,4%, in aumento dell'1,2%). Anche i coefficienti di liquidità sono migliorati: il *funding gap* (differenziale tra prestiti e raccolta al dettaglio in rapporto ai prestiti) si è ridotto al -6,8%, valore minimo dal 2006, il *liquidity coverage ratio* è aumentato di 28 punti percentuali al 208% mentre il *net stable funding ratio*, che sarà oggetto di *review* da parte dell'EBA da giugno 2021, è in media il 121%.

¹⁶ Lagarde C., “Monetary Policy in a Pandemic Emergency”, 11 novembre 2020.

¹⁷ Banca d'Italia, “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, 2020, n. 2.

Si tratta di indicatori in linea con quelli delle banche europee e dell'Area euro. Per le banche europee il CET1 ratio e l'LCR sono aumentati, passando rispettivamente dal 14,6% al 15% e dal 147,8% al 166%¹⁸, gli stessi indicatori per le *significant institution* dell'Area euro erano al 14,9% e 167% a giugno 2020¹⁹.

Il Rapporto sottolinea però come i principali rischi per il sistema bancario italiano derivino dal peggioramento della qualità del credito e dalla conseguente riduzione della redditività. Anche l'EBA nel suo "Risk Assessment of the European Banking System"²⁰ sottolinea come questi aspetti siano fonte di preoccupazione per la stabilità del settore bancario europeo.

Infatti, nonostante il rapporto tra nuovi crediti deteriorati e crediti *in bonis* sia rimasto stabile per le famiglie all'1% mentre quello per le imprese si sia ridotto all'1,2% (-0,5%), secondo Banca d'Italia, tale risultato è dovuto principalmente alle moratorie, alla flessibilità dei principi contabili e al supporto statale ai redditi delle famiglie e agli interventi pubblici a sostegno delle imprese. Al contempo, però, i crediti passati allo stadio 2 di IFRS9 (ossia per i quali si è verificato un sostanziale aumento del rischio di credito) sono aumentati significativamente e il loro rapporto rispetto al totale crediti è passato dall'8,1% al 9,6% al lordo delle rettifiche di valore. Anche il tasso di copertura per i crediti *in bonis* è aumentato di cinque punti base (un decimo del tasso medio di sistema)²¹. Questi dati riflettono quindi la possibilità che i crediti deteriorati aumentino nel futuro, andando ad impattare la solidità e la redditività del settore bancario.

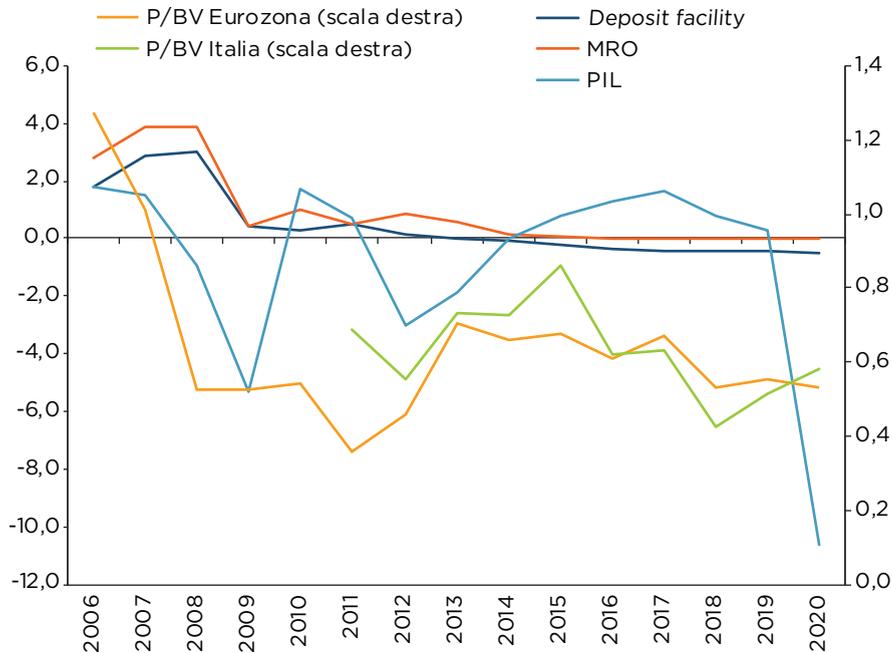
È infatti possibile notare già da ora la contrazione nella redditività delle banche, principalmente dovuta alle rettifiche sul valore dei crediti. In Italia il rendimento del capitale (RoE) è diminuito dall'8,2% al 2,9%, mentre i ricavi sono diminuiti del 4,7%. Anche per le banche europee la situazione è simile, con una riduzione del RoE dall'1,3% allo 0,5%, un aumento delle classificazioni allo *Stage 2* di IFRS9 di 1,2 punti percentuali che raggiungono così l'8,2% e un andamento stabile degli NPL, che passano dal 3% al 2,9%. L'EBA fa notare, infatti, che fino al 2018 l'aumento della redditività è stato guidato dalla riduzione delle rettifiche di valore dei crediti, che però a giugno 2020 hanno raggiunto livelli 2,5 volte più elevati di quelli del 2019. Tale situazione si riflette nell'aumento del costo del rischio che ha raggiunto gli 86 punti base, con un aumento del 90% rispetto ai livelli del 2019.

¹⁸ EBA, "Risk Assessment of the European Banking System", 2020 che considera un campione di 162 banche dei 29 paesi che compongono l'Area Economica Europea (131 banche provenienti dai 27 paesi con il più elevato livello di integrazione UE).

¹⁹ ECB, "Supervisory Data on Significant Institutions", 2020.

²⁰ EBA, "Risk Assessment of the European Banking System", cit.

²¹ Il dato si riferisce al 50% del sistema bancario italiano, a cui corrisponde il 75% del credito totale.

Figura 1 - Principali trend dell'Eurozona (banche commerciali)

La scala di destra è riferita al solo rapporto *Price to Book value* (P/BV).

Fonte: ECB official interest rates, IMF World Economic Outlook, BvD BankScope.

La Figura 1 riporta le dinamiche del rapporto tra prezzo e valore di libro (P/BV) medio delle banche dell'Eurozona, i tassi di *policy* della BCE e la media della variazione del PIL. L'andamento del valore di mercato delle banche dell'Eurozona riflette le decisioni in merito alle modifiche dei tassi di interesse BCE. Come prevedibile, si evince una forte correlazione tra il livello dei tassi di interesse e la crescita del PIL. Tale circostanza suggerisce che, sebbene la politica monetaria europea sia stata – e continui ad essere – di grande sostegno per l'economia, questa non si è tradotta in un'adeguata redditività per le banche commerciali tradizionali, che continuano pertanto a subire una riduzione del loro valore di mercato. Occorrono misure di supporto all'economia dell'Eurozona, che includano anche politiche fiscali che consentano in futuro una progressiva normalizzazione della politica monetaria ed una conseguente più fisiologica redditività da margine di interesse.

L'EBA inoltre sottolinea come il problema della bassa redditività, aggravatosi negli ultimi mesi, persisterà per più tempo del previsto, dati

i tassi di interesse che rimarranno bassi a lungo e la forte competizione tra banche e intermediari non-bancari. Il suggerimento è quindi di continuare a ridurre i costi operativi, che potrebbero aumentare di nuovo alla fine della pandemia, e di sfruttare potenziali sinergie derivanti da fusioni e acquisizioni²².

Nonostante i problemi di redditività, il settore bancario sta continuando a supportare l'economia. Secondo Banca d'Italia, tra marzo e settembre 2020 le banche hanno erogato credito verso le imprese per un totale di 58 miliardi, anche grazie al supporto delle garanzie pubbliche. L'"Indagine sul credito bancario nell'Area dell'euro" mostra inoltre come le banche italiane non abbiano solo aumentato i volumi, ma anche rilassato le condizioni per la concessione del credito. Nel secondo trimestre, una percentuale netta del -30% delle banche ha dichiarato di aver rilassato i criteri di erogazione del credito, mentre nel terzo trimestre sono rimasti invariati. Vi è stato un miglioramento anche per i termini e le condizioni generali effettivamente concesse per i nuovi prestiti: sia nel secondo che nel terzo trimestre una proporzione maggiore di banche - pari al 10% - ha dichiarato di aver ridotto i margini richiesti sia sui prestiti comuni che su quelli più rischiosi, principalmente a causa dell'elevata competizione e ai bassi costi di raccolta.

A livello europeo, invece, la situazione è diversa: una percentuale netta delle banche rispondenti dell'8% dichiara di aver inasprito i termini e le condizioni applicate ai prestiti nel terzo trimestre, dopo il 2% del precedente trimestre. I criteri di erogazione hanno un andamento similmente restrittivo, con un inasprimento per il 19% delle banche censite rispetto all'1% di giugno. Nonostante il dato negativo, da un punto di vista storico la situazione è relativamente favorevole: i livelli attuali sono notevolmente più bassi rispetto ai picchi raggiunti nel quarto trimestre del 2007 e del 2011, quando in media l'inasprimento dei criteri di erogazione raggiunse rispettivamente il 52% e il 30%.

Va inoltre sottolineato come anche le banche stesse abbiano attuato vari interventi per aiutare l'economia ad assorbire lo shock. Infatti, diverse sono state le misure prese a livello individuale, in accordo con i "Principi per un'attività bancaria responsabile" UNEP, per sostenere le imprese e le famiglie in difficoltà, assicurare l'accesso ai servizi finanziari di cui la società necessita e aiutare i governi a gestire gli impatti economici e sociali della pandemia²³.

²² Per un'analisi dell'impatto della crisi conseguente alla pandemia nel breve e nel medio/lungo periodo si rimanda a Brogi M., Lagasio V., "Banking after Covid-19", in (a cura di) Bellettini G., Goldstein A., *The Italian Economy after Covid-19 - Short-term Costs and Long-term Adjustments*, University Press, 2020, pp. 157-166.

²³ UNEP Finance Initiative, "Signatories on Covid-19", 2020, <https://www.unepfi.org/banking/bankingprinciples/covid-19-and-sustainable-recovery/responsible-banking-in-the-covid-19-crisis/>.

In prospettiva la pandemia porterà ad un aumento considerevole di *non-performing loan* e default che non potrà non riflettersi nei bilanci delle banche. Le misure fiscali a favore delle imprese, se ben calibrate e incentrate a favorirne una maggiore patrimonializzazione, comporterebbero una riduzione della probabilità di default e quindi minori accantonamenti, oltre che un contenimento dell'assorbimento patrimoniale associato ai RWA delle banche.

4. Le imprese italiane e il Covid-19

Per delineare la situazione delle imprese italiane e valutare l'impatto della pandemia sui bilanci, è utile far riferimento ai tre equilibri (reddituale, patrimoniale e finanziario) delle aziende. Il paragrafo 4.1 delinea il contesto economico in cui le imprese italiane stanno operando analizzando l'equilibrio reddituale - o economico - che si traduce nella capacità di un'azienda di realizzare ricavi sufficienti alla copertura di tutti i costi sostenuti. Seguono al paragrafo 4.2 alcune riflessioni sull'equilibrio finanziario, conseguibile quando la somma delle entrate è tale da poter coprire le uscite, così da evitare potenziali crisi di liquidità (Brogi, Lagasio, Torriero)²⁴ e sulle misure messe in atto dal Governo italiano a supporto della liquidità delle imprese. Il 4.3 esamina l'equilibrio patrimoniale, che si ottiene quando vi è congruità tra fonti di finanziamento e impieghi. Questo può essere sintetizzato anche da un rapporto ottimale tra capitale proprio e capitale di terzi - dal lato del passivo - e tra attivo immobilizzato e attivo circolante - dal lato dell'attivo.

4.1 EQUILIBRIO REDDITUALE

L'ultimo report pubblicato a dicembre 2020 dall'ISTAT sulla situazione e sulle prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria Covid-19²⁵, basato su un campione composto da oltre un milione di imprese, riporta che il 68,4% delle aziende italiane (che occupano il 66,2% della forza lavoro) ha registrato un calo del fatturato nei mesi da giugno ad ottobre 2020, rispetto allo stesso periodo del 2019. Più specificamente, il 9,2% ha subito una riduzione del fatturato al di sotto del 10%; il 45,6% tra il 10% e il 50%; e il 13,6% ha subito un calo maggiore del 50%.

²⁴ Brogi M., Lagasio V., Torriero C., "Banche locali e ripresa economica: proporzionalità e vigilanza flessibile", *Bancaria*, 2020, n. 2.

²⁵ ISTAT, "Situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza sanitaria Covid-19", 14 dicembre 2020.

Scomponendo il dato aggregato per la dimensione delle imprese²⁶, si nota come la contrazione dei ricavi sia attribuita a motivazioni differenti. Per una gran parte (43,2%) delle microimprese (3-9 addetti), il fatturato ha risentito delle restrizioni dovute all'attuazione dei protocolli sanitari. Lo stesso fattore è risultato rilevante per il 35,4% delle piccole imprese (10-49), impattante al pari del calo della domanda nazionale di beni o servizi (35,3%). Le medie e le grandi imprese attribuiscono la contrazione dei ricavi al calo della domanda nazionale (36,1% delle risposte tra le imprese di 50-249 addetti e 38,7% tra quelle di 250 addetti e più) o alla riduzione di quella estera (con percentuale rispettivamente del 24,8% e 24,3%).

Le previsioni per i mesi successivi (dicembre 2020 - febbraio 2021) rilevano una criticità in linea con quella vissuta nel corso del 2020: il 61,5% delle imprese stima un calo del fatturato rispetto agli stessi mesi dell'anno precedente.

Da ultimo, si evince che non tutte le imprese sono riuscite ad attuare le difficoltà derivanti dalla crisi. Sebbene quasi il 70% delle imprese stia attualmente svolgendo la propria attività in modo pienamente operativo, circa il 24% opera in condizioni di parziale apertura, principalmente dovuta alle restrizioni di distanziamento sociale e di orari. Le restanti (circa il 7%) dichiarano di essere chiuse²⁷, tra cui il 2% prevede di non riaprire. Queste ultime sono circa 73mila imprese principalmente di dimensione micro, operanti nel settore dei servizi non commerciali.

Infatti, come noto, non tutti i settori di attività sono stati impattati nella stessa misura. Tra queste, le più colpite risultano le attività riferite al settore alberghiero (il 42,1% stima un peggioramento nel fatturato nei primi mesi del 2021), ristorazione (31,9%), agenzie di viaggio e tour operator (35,8%), attività sportive, di intrattenimento e divertimento (32,2%) e attività creative e artistiche (31,6%).

Considerando il solo scenario pessimistico ipotizzato a marzo 2020 da Cerved (che ha previsto la durata dell'epidemia fino alla fine del 2020, sei mesi per tornare alla normalità e un completo isolamento dell'economia italiana)²⁸, la contrazione dei ricavi per le imprese tra dicembre 2019 e dicembre 2020 sarebbe pari al 17,8%.

²⁶ Si noti che: «I quattro quinti delle imprese oggetto di indagine (804mila, pari al 78,9% del totale) sono microimprese (con 3-9 addetti in organico), 189mila (pari al 18,6%) appartengono al segmento delle piccole (10-49 addetti), mentre sono circa 22mila quelle medie (50-249 addetti) e 3mila le grandi (250 addetti e oltre) che insieme rappresentano il 2,6% del totale» (ISTAT, 2020).

²⁷ «Tra le imprese attualmente non operative, quelle presenti nel Mezzogiorno sono a maggior rischio di chiusura definitiva: il 31,9% delle imprese chiuse (pari a 6mila unità) prevede di non riaprire, rispetto al 27,6% del Centro, al 23% del Nord-ovest e al 13,8% del Nord-est (24% in Italia)»; ISTAT, 2020.

²⁸ https://know.cerved.com/wp-content/uploads/2020/03/Cerved-Industry-Forecast_COVID19-.pdf.

Operando le dovute distinzioni tra i diversi settori industriali, le Tabelle che seguono mostrano gravi criticità per alcuni settori (Tabella 1) e andamenti positivi per altri settori più propriamente anti-ciclici, stimati nonostante la crisi (Tabella 2). Nel primo gruppo, la situazione più critica è quella del settore alberghiero, con un calo di ricavi tra il 2019 e il 2020 maggiore del 70%. Al contrario, si stima che le performance migliori saranno state registrate dal settore del commercio online, con un aumento dei ricavi superiore al 50%

Tabella 1 – 10 settori con le peggiori performance (dati in milioni di euro e tassi a/a)

Settore	2019	2020	Variazione
Alberghi	12.519	3.339	-73,3%
Agenzie viaggi e tour operator	9.288	2.903	-68,8%
Strutture ricettive extra-alberghiere	2.644	948	-64,2%
Produzione di rimorchi ed allestimento di veicoli	2.644	1.190	-55,0%
Concessionari autoveicoli e motocicli	60.890	27.401	-55,0%
Trasporti aerei	1.744	785	-55,0%
Gestione aeroporti	3.378	1.675	-50,4%
Automobili	39.543	21.419	-45,8%
Veicoli commerciali industriali e autobus	12.496	6.768	-45,8%
Componenti autoveicoli e altri mezzi di trasporto	23.379	12.664	-45,8%

Fonte: Cerved.

Tabella 2 – 10 settori con le migliori performance (dati in milioni di euro e tassi a/a)

Settore	2019	2020	Variazione
Commercio online	4.327	6.707	55,0%
Distribuzione alimentare moderna	108.191	132.966	22,9%
Ingrosso prodotti farmaceutici e medicali	33.492	38.114	13,8%
Apparecchi medicali	6.941	7.649	10,2%
Specialità farmaceutiche	25.731	27.841	8,2%
Materie prime farmaceutiche	4.375	4.703	7,5%
Lavanderie industriali	1.639	1.714	4,6%
Cantieristica	9.728	10.118	4,0%
Gas industriali e medicali	2.137	2.222	4,0%
Produzione ortofrutta	5.395	5.530	2,5%

Fonte: Cerved.

Tali evidenze guidano diversi ragionamenti in termini di qualità del credito e affidabilità delle imprese dal punto di vista degli intermediari finanziari, in quanto la concessione di credito ad imprese in dissesto espone i bilanci bancari ad una maggiore rischiosità.

4.2 EQUILIBRIO FINANZIARIO

Il Governo italiano ha attuato una serie di misure di contrasto agli effetti della pandemia, nella forma di provvedimenti d'urgenza emanati tra marzo e novembre 2020, diretti al sostegno di famiglie, lavoratori e imprese²⁹. Tali misure rientrano nel quadro europeo temporaneo sugli aiuti di stato³⁰, dalla Commissione europea, in deroga a quanto consentito dalla disciplina ordinaria sugli aiuti di stato.

Si richiamano sinteticamente le più importanti con riguardo al sostegno alla liquidità delle imprese:

1. la moratoria³¹ *ex lege* sui prestiti bancari per PMI che abbiano subito una riduzione di liquidità in seguito all'emergenza Covid-19³². Secondo quanto riportato da Banca d'Italia³³, le domande di moratoria hanno raggiunto i 2,7 milioni, per un valore totale di circa 300 miliardi di euro. Di questi, 194 miliardi sono prestiti ad imprese corrispondenti al 43% delle domande. Si riporta che circa il 95% degli importi sia già stato accolto dalle banche, a fronte di un rifiuto del 4% degli importi; la parte restante è in corso di valutazione;
2. le garanzie straordinarie e transitorie sui finanziamenti bancari alle imprese, tramite il Fondo di garanzia delle PMI e SACE. Il primo, rivolto a PMI e professionisti, è volto a garantire le operazioni finanziarie in essere, per mezzo di linee di credito a medio termine di Medio Credito Centrale. SACE, a completamento, interviene per imprese medio-grandi che hanno esaurito la loro capacità di accesso al Fondo di garanzia PMI. In particolare, con il "Cura Italia", sin da marzo 2020, è stata applicata una percentuale massima di copertura pari all'80% per garanzie statali dirette e al 90% per le riassicurazioni, fino ad un importo massimo garantito di 1,5 milioni per singolo richiedente. Successivamente il potenziamento del Fondo di garanzia delle PMI con il Decreto "Liquidità", in vigore da

²⁹ In primo luogo, occorre citare il Decreto legge n. 18 del 2020 "Cura Italia" (L. n. 27/2020), il Decreto legge n. 23 del 2020 "Liquidità" (Legge n. 40/2020), il Decreto legge n. 34 del 2020 "Rilancio" (L. n. 77/2020), il Decreto legge n. 137 del 2020 "Ristori" (Atto del Senato 1994), il Decreto legge n. 149 del 2020 "Ristori-bis" (Atto del Senato 2013), il Decreto legge n. 154 del 2020 "Ristori ter" (Atto del Senato 2027) e il Decreto legge n. 157 del 2020 "Ristori quater" (Atto del Senato 2031).

³⁰ "Temporary Framework for State Aid Measures to Support the Economy in the Current Covid-19 Outbreak". Si veda: https://ec.europa.eu/competition/state_aid/what_is_new/covid_19.html.

³¹ Sospensione della scadenza delle obbligazioni, disposta con provvedimento legislativo, in casi eccezionali e con riferimento a eventi straordinari tali da turbare il normale svolgimento dei rapporti economici e sociali.

³² "La moratoria, inizialmente disposta sino al 30 settembre 2020, opera ora sino al 31 gennaio 2021, in virtù della proroga contenuta nel D.L. n. 104/2020 (articolo 65). Per le imprese del comparto turistico la moratoria, per la parte concernente il pagamento delle rate dei mutui, è ulteriormente prorogata, previa autorizzazione della Commissione UE, sino al 31 marzo 2021 (articolo 77). https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1210883.pdf?_1588153143260.

³³ Banca d'Italia, "Comunicato stampa congiunto del 13 gennaio 2021", https://www.banca-ditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-01/cs_task_force_13012021.pdf.

aprile 2020, ha eliminato i limiti di importo per le singole richieste oggetto della garanzia e ha esteso la percentuale di copertura della garanzia, portandola rispettivamente al 90%, nel caso di garanzia diretta e al 100% per quella indiretta. Tali provvedimenti sono stati estesi fino a giugno 2021 con la Legge di bilancio 2021. Anche con riguardo a queste ultime misure, si osserva una crescita per le richieste di accesso al Fondo di garanzia per le PMI: il settore bancario ha ricevuto oltre un milione e mezzo di domande per un totale di circa 130 miliardi di euro richiesti per finanziamenti con durata massima fino a 6 anni per le operazioni di importo superiore a 30mila euro. Le garanzie concesse da SACE tramite “Garanzia Italia” sono invece 1.410, per un valore di 20,8 miliardi di euro.

Secondo i dati ufficiali di Banca d’Italia riportati nell’ultimo *Monthly Outlook* di ABI³⁴, ad ottobre 2020 l’ammontare dei prestiti concessi alle imprese non finanziarie è aumentato del +7,4% rispetto ad ottobre 2019. Oltre che dalle misure governative, l’aumento del debito delle imprese è stato favorito anche da tassi medi sui prestiti ai minimi storici (pari all’1,3% secondo i dati di settembre 2020³⁵).

I provvedimenti adottati dal Governo italiano sono molto significativi se considerati in percentuale del PIL (stimati in 48,7% del PIL in confronto a Germania 39,9% e Francia 28%) e sono particolarmente incentrate in garanzie statali (32,1% del PIL)³⁶. Le ulteriori misure dovranno cercare di scongiurare l’intervento dello stato come garante; da questo punto di vista oltre all’allungamento della durata per il rimborso dei prestiti occorre varare/potenziare le misure volte al rafforzamento patrimoniale delle imprese e alla loro crescita dimensionale.

L’introduzione delle garanzie dello stato ha attenuato il rischio di recessioni economiche sotto due diversi punti di vista. Innanzitutto, gli interventi dello Stato italiano hanno avuto un effetto positivo sul conto economico delle imprese, scongiurando una conseguente crisi patrimoniale. Inoltre, si è verificato un effetto positivo sul capitale circolante, che ha attenuato il rischio di un *cross-default* tra imprese legato ai crediti commerciali³⁷.

Ciononostante, occorre monitorare l’andamento delle imprese rivolgendo una particolare attenzione ai settori che saranno più impattati dalla crisi. La preoccupazione è che le imprese operanti nei settori industriali più critici, possano generare una maggiore quota di crediti deteriorati nei bilanci delle banche, soprattutto quando le

³⁴ https://www.abi.it/DOC_Mercati/Analisi/Scenario-e-previsioni/ABI-Monthly-outlook/Sintesi%20dicembre%202020%20st.pdf.

³⁵ Banca d’Italia, “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, n. 2, 2020.

³⁶ Bruegel datasets, “The Fiscal Response to the Economic Fallout from the Coronavirus”, ultimo aggiornamento 24 novembre 2020.

³⁷ Alfonsi P., “Covid-19 e governance bancaria: Quale strategia per preservare profittabilità e capitale?”, presentazione del *position paper* AIFIRM, 30 ottobre 2020.

moratorie si concluderanno. Questa situazione di difficoltà potrebbe essere acuita dalle nuove regole sul *calendar provisioning*, nonché dalla nuova definizione di default introdotta a partire dal 2021. Occorre anche considerare che il nuovo contesto di incertezza scaturito dalla crisi ha esposto le banche a rivedere le metodologie utilizzate per il calcolo delle perdite attese su crediti (*Expected Credit Loss*, ECL), al fine di includere le previsioni macro e microeconomiche finora esposte.

4.3 EQUILIBRIO PATRIMONIALE

Per far fronte alla perdurante contrazione del fatturato e alle connesse crisi di liquidità, secondo il recente studio ISTAT citato, lo strumento più utilizzato (35,4%) dalle imprese italiane risulta essere proprio il credito bancario, anche in seguito alle misure di sostegno governativo. Poche (2,9%) sono le imprese che hanno fatto ricorso ad *equity* tramite aumenti di capitale.

Per quanto riguarda le fonti di finanziamento dei mesi futuri, il 60,5% indica l'autofinanziamento. Seguono il credito bancario a medio-lungo termine (21,3%) e a breve termine (16,7%) e il finanziamento pubblico (11,1%). Il ricorso all'*equity* e agli aumenti di capitale è la strategia dichiarata da circa il 10% delle imprese. Nei prossimi sei mesi, quasi una impresa su dieci attuerà una strategia di ricapitalizzazione. In tale ambito, le possibili fonti dichiarate cui attingere sono per poco più della maggioranza (51%) attribuibili al sostegno pubblico (il dato include le misure di supporto alle imprese identificate nel Decreto "Rilancio"). Per il rimanente 49%, il grado di coinvolgimento di finanziatori esterni è direttamente proporzionale alla dimensione dell'impresa. Dei quali, il 40,7%, sosterrà la ricapitalizzazione con l'apporto di capitale dei soci esistenti; il 3,8% con il capitale privato di nuovi soci e il 4,5% attingerà a fondi di *private equity*.

Alcuni studi hanno cercato di quantificare il fabbisogno patrimoniale determinato dalla pandemia. Carletti *et al.*³⁸, basandosi su un campione di 80.972 imprese e utilizzando i dati di bilancio del 2018, stimano una perdita di patrimonio pari a 117 miliardi di euro come effetto di tre mesi di *lockdown*, corrispondente al 7% del PIL del 2018. Tale perdita causerebbe il default di ben 13.500 imprese (16,7% del totale), corrispondenti all'8,8% di occupazione dell'intero campione e richiederebbe aumenti di capitale per complessivi 31 miliardi di euro. L'impatto sarebbe maggiore per le piccole e medie imprese, con tassi di default rispettivamente del 18,1% e 14,4%. La percentuale di grandi imprese con un patrimonio netto negativo sarebbe netta-

³⁸ Carletti E. *et al.*, "The Covid-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-Level Evidence from Italy", in *Review of Corporate Finance Studies*, 2020.

mente minore, al 6,4%. In particolare, l'analisi evidenzia che le imprese più colpite oltre ad essere le più piccole sarebbero quelle con bassa redditività, bassa capitalizzazione e peggior accesso al mercato dei capitali.

Bucchetti *et al.*³⁹ svolgono la medesima analisi su un campione di 376.580 imprese sui dati di bilancio del 2019, ottenendo un risultato lievemente migliore, ossia il 12% delle imprese con patrimonio negativo.

Orlando e Rodano⁴⁰ analizzano la sottocapitalizzazione del sistema produttivo italiano, per studiare l'impatto del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Nel loro studio un'impresa è definita come sottocapitalizzata, e quindi considerata in stato di crisi, se ha un patrimonio netto minore di 50mila euro per le società per azioni o ha patrimonio nullo per le società a responsabilità limitata. L'analisi è svolta tra il 2010 e il 2018 sull'intero universo delle imprese italiane (662.000 imprese nel 2018). Nel periodo analizzato, una media dell'8,5% delle imprese risulta essere sottocapitalizzata, con un terzo di tali imprese ancora attivo dopo tre anni nonostante la legge preveda la cessazione dell'attività. Orlando e Rodano mostrano inoltre i possibili effetti del Covid-19 su tali numeri: nello scenario di crescita del PIL più ottimistico e includendo gli effetti delle misure governative, alla fine del 2020 ben 82.000 imprese potrebbero entrare in uno stato di crisi, in aumento del 70% rispetto ai livelli del 2018 e coinvolgendo ben 810.000 lavoratori.

Ad oggi, le misure messe in campo per affrontare la crisi dovuta al Covid-19 sono primariamente⁴¹ orientate a ristorare il fabbisogno di liquidità tramite debito, con il sistema bancario come principale veicolo.

Le garanzie sul debito forniscono stabilità ai finanziamenti, ma non sono lo strumento più efficace per una condivisione del rischio a livello di Eurozona, come potrebbero risultare invece misure volte a rafforzare l'*equity*, idealmente finanziate con risorse di tutti i paesi dell'Area euro (es. un *European Pandemic Equity Fund*)⁴².

A livello nazionale, Assonime ha proposto al Governo la creazione di un fondo di investimento *equity*, ad apporto prevalentemente pub-

³⁹ Brucchetti B. *et al.*, "Ricapitalizzare le Pmi, una priorità per l'Italia", *La Voce*, 6 novembre 2020, <https://www.lavoce.info/archives/70475/ricapitalizzare-le-pmi-una-priorita-per-litalia/>.

⁴⁰ Orlando T., Rodano G., "Firm Undercapitalization in Italy: Business Crisis and Survival Before and After Covid-19", in *Questioni di Economia e Finanza*, 2020.

⁴¹ Per completezza, si ricordano le misure specificamente rivolte al sostegno della patrimonializzazione: i contributi a fondo perduto, introdotti a partire dall'emanazione del Decreto "Rilancio" (D.L. n. 34/2020, articolo 25) e le misure di rafforzamento patrimoniale delle imprese di medie dimensioni, sotto forma di credito di imposta, nonché l'istituzione del Fondo Patrimonio PMI.

⁴² Boot A., Carletti E., Kotz HH., Krahen JP., Pelizzon L., Subrahmanyam M., "Coronavirus and Financial Stability 2.0: Act Jointly Now, But Also Think About Tomorrow", 25 marzo 2020. <https://voxeu.org/article/coronavirus-and-financial-stabilitu-20-act-jointly-now-also-think-about-tomorrow>.

blico, che supporti le imprese italiane maggiormente colpite dall'emergenza con nuove iniezioni di capitale e liquidità, e che ne incrementi la dotazione patrimoniale con operazione di *debt-to-equity swap*.

L'impatto della possibile crisi del tessuto produttivo sui bilanci bancari è stato stimato da ABI e Cerved⁴³, con i dati disponibili a luglio 2020. Secondo lo scenario più avverso, che includeva la seconda ondata di contagi poi verificatasi, i tassi di deterioramento⁴⁴ dovrebbero raggiungere il 4,5% a fine 2020, per poi aumentare dello 0,1% nel 2021 e infine ridursi al 3,8% nel 2022. Lo shock colpirà principalmente le piccole e medie imprese, con un'incidenza rispettivamente del 4,2% e 3,8% nel 2021 e il settore dei servizi, con un tasso di deterioramento al 4,5%. Nonostante queste previsioni negative, i livelli raggiunti nel 2022 saranno solo lievemente superiori a quelli della crisi del 2007, in cui si raggiunse un livello medio di deterioramento del 3,7%, e ben al di sotto dei picchi del 2012-2013 (7,5%).

5. Ulteriori misure per il futuro

Gli effetti della pandemia hanno avuto e continueranno a dispiegare effetti negativi sulle imprese italiane, e quindi anche sulle banche che si sono trovate ad affrontare uno *stress test* anche più severo di quelli ipotizzati dalle autorità di vigilanza. La politica monetaria espansiva, la liberazione di risorse patrimoniali per le banche, combinate con moratorie e garanzie statali, hanno nell'immediato fornito liquidità alle imprese. Diversi studi hanno rilevato che la pandemia ha aggravato la sottopatrimonializzazione delle imprese italiane e hanno confermato che occorre un maggiore apporto di capitale proprio e non più debito bancario, non solo per sostenere la crescita (Brogi e Lagasio⁴⁵) ma ancor più per colmare l'*equity gap* che si è creato e migliorare la resilienza durante la crisi (Carletti *et al.*⁴⁶). La necessità di ripatrimonializzare le imprese post-Covid è diffusa a livello europeo, mentre le diverse possibilità di intervento dei diversi governi potrebbero acuire le disuguaglianze tra paesi, per questo motivo alcuni autori hanno suggerito la creazione di un *equity backstop* europeo che preveda la condivisione del rischio tra paesi (Boot *et al.*). A maggio

⁴³ ABI e Cerved, "Outlook ABI-Cerved sui crediti deteriorati delle imprese", luglio 2020.

⁴⁴ Cerved definisce il tasso di deterioramento come: «il rapporto tra il numero delle posizioni creditizie che nel corso dell'anno si deteriorano (ovvero vengono classificati in una delle seguenti categorie: crediti scaduti, inadempienze probabili o crediti in sofferenza) e lo stock di posizioni non deteriorate all'inizio dello stesso anno».

⁴⁵ Brogi M., Lagasio V., "SME Sources of Funding: More Capital or More Debt to Sustain Growth? An Empirical Analysis", in (a cura di) Rossi S., *Access to Bank Credit and SME Financing*, Palgrave Macmillan, Cham, 2017, pp. 173-199.

⁴⁶ "The Covid-19 Shock and Equity Shortfall: Firm-Level Evidence from Italy", cit.

2020, il Parlamento europeo (commissioni ECON e BUDG) ha predisposto un rapporto⁴⁷ in cui propone uno strumento di sostegno alla solvibilità, “Solvency Support Instrument”, volto ad aumentare la garanzia fornita alla Banca europea per gli Investimenti nell’ambito del Fondo europeo per gli investimenti strategici e di utilizzarla a sostegno degli intermediari finanziari, che selezioneranno le società in cui investire 300 miliardi di *equity*. Nel Consiglio europeo del luglio 2020, i capi di stato dell’Unione non hanno accolto la proposta⁴⁸.

Se il SSI si è sinora rivelato un passo troppo ambizioso, al contempo però, con *Next generation EU* per la prima volta verrà utilizzato il bilancio dell’Unione e più specificamente verranno emesse obbligazioni per finanziare i 750 milioni di euro del *Recovery Fund* oltre che i 100 milioni del programma SURE⁴⁹. Un ulteriore contributo al rafforzamento dell’economia europea dovrebbe venire anche dalla *Capital Markets Union*.

Nel caso dell’Italia, la possibilità di intervento con misure fiscali deve anche tenere conto dei vincoli derivanti dalla già elevata pressione fiscale e dallo stock di debito pubblico accumulato (Caselli⁵⁰; Brogi e Lagasio⁵¹). In considerazione delle ridotte dimensioni di numerosissime aziende italiane, le misure devono essere semplici sia nella definizione sia nell’utilizzo e non devono presentare elementi di incertezza, per esempio relativi alla compatibilità con la disciplina europea. Nell’immediato sarebbe auspicabile l’introduzione del *carry back* con riguardo alle perdite fiscali che si manifesteranno nei bilanci 2020. Al momento, le norme tributarie prevedono il *carry forward*, ossia che al ricorrere di alcune condizioni (previsione di utili futuri documentati da *business plan* approvati dall’organo amministrativo) sia possibile stanziare dei crediti “probabili” per imposte anticipate che tuttavia non sono liquidi e quindi non utilizzabili per compensare debiti d’imposta. Il *carry back* – peraltro già presente in altri paesi europei come Germania e Francia – consente di utilizzare le perdite fiscali realizzate in un determinato periodo per la generazione di crediti fiscali certi e liquidi utilizzabili per compensare debiti fiscali attuali. Il *carry back* ha come condizione che negli anni precedenti (da disciplinare quanti) il contribuente abbia realizzato imponibili tassati, e si sostanzia in una “restituzione” di imposte con un effetto fi-

⁴⁷ Draft Report on the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Amending Regulation (EU) 2015/1017 as Regards Creation of a Solvency Support Instrument (COM(2020)0404 – C9-0156/2020 – 2020/0106(COD)); Rapporteurs: Fernandes J.M., Torvalds N., Tinagli I., https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/CJ16-PR-655850_EN.pdf

⁴⁸ https://www.europarl.europa.eu/thinktank/it/document.html?reference=EPRS_BRI%282020%29659264.

⁴⁹ https://ec.europa.eu/italy/news/20201022_Commissione_ue_prima_emissione_obbligazioni_sociali_SURE_it.

⁵⁰ Caselli S., “Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento alle imprese”, in *Rivista di Politica Economica*, 2019, n. 1.

⁵¹ Brogi M., Lagasio V., “Banking after Covid-19”, cit.

nanziario importante proprio quando l'impresa – in precedenza profittevole – ha realizzato perdite fiscali a causa della pandemia e potrebbe trovarsi in situazione di difficoltà finanziaria a motivo anche della fine delle moratorie.

Altre misure fiscali potrebbero stimolare il superamento di alcune croniche debolezze del sistema produttivo italiano e favorire una maggiore patrimonializzazione delle imprese e la loro crescita dimensionale, anche ampliando o potenziando alcuni strumenti già esistenti. Sono auspicabili vincoli meno stringenti e soglie più elevate di valori affrancabili nella disciplina del bonus aggregazioni. Per incentivare gli aumenti di capitale, le detrazioni per gli investimenti di privati nel patrimonio netto di società non quotate – come quelle per le start up e le società innovative, e previste dall'art. 26 del Decreto legge "Rilancio Italia", ma limitate a società con ricavi superiori a 5 milioni di euro – dovrebbero essere estese a tutte le società indipendentemente dalla dimensione. Dovrebbero anche essere ampliati i benefici fiscali per le società che aumentano il capitale azionario (con un esteso e più favorevole utilizzo dell'ACE).

L'ingresso di nuovi soci e la quotazione, richiedono investimenti e cambiamenti nella struttura organizzativa e nella *governance* delle imprese (Brogi *et al.*⁵²) che possono essere stimolati dal credito di imposta sui costi di consulenza relativi alla quotazione, ma dovrebbero essere affiancati da altre misure di incentivo per gli investimenti pazienti in capitale di rischio.

Un ulteriore aspetto meritevole di potenziamento tramite la leva fiscale è l'attenzione delle aziende verso i fattori *Environmental Social and Governance*. Lo strumento fiscale in quest'area può essere collegato alla trasformazione in società Benefit.

Accanto alle misure fiscali rivolte alla generalità delle imprese, sono stati prospettati anche interventi diretti da parte dello stato nel capitale di imprese in settori colpiti dalla pandemia ma con prospettive economiche adeguate una volta finita l'emergenza (*Group of Thirty*⁵³). Tale intervento dovrà concentrarsi in particolare in quei segmenti dove sono presenti fallimenti di mercato e basarsi sulla capacità di valutazione delle banche e degli investitori per riconoscere le imprese che meritano di essere sostenute. Nella selezione delle aziende in cui intervenire a titolo di capitale di rischio, sono da privilegiare le imprese che presentano capacità competitive nel futuro contesto e che sono già attente ai fattori ESG o in grado di intraprendere un percorso vir-

⁵² Brogi M., Lagasio V., Pesic V., "Can Governance Help in Making an IPO "Successful"? New Evidence from Europe", in *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2020, 31 (3), pp. 239-269.

⁵³ Group of Thirty, "Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid: Designing Public Policy Interventions", dicembre 2020.

tuoso di conversione. Questa impostazione non solo è in linea con le priorità e le future azioni di *policy* – ad es. in materia di *green supporting factor* – della nuova Commissione europea, ma si associa anche a migliori decisioni di selezione e gestione del credito⁵⁴. Se le misure fiscali volte a rafforzare le imprese italiane verranno introdotte e avranno successo, anche le banche ne beneficeranno in termini di minori accantonamenti e assorbimenti patrimoniali.

⁵⁴ MSCI, "Banks, ESG and Nonperforming Loans During Covid-19", 1° ottobre 2020.

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

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

Direttore responsabile

Silvia Tartamella

Coordinamento editoriale ed editing

Gianluca Gallo

Paola Centi

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