



**Politecnico  
di Torino**

**Politecnico di Torino**

Corso di Laurea magistrale in Ingegneria Gestionale – Percorso Finanza  
A.a. 2021/2022

# **Finanziamento e Credit Rationing**

Andamento del mercato del credito prima e durante la  
pandemia

Relatore:  
Professor Riccardo Calcagno

Candidato:  
Auletta Davide matricola 279919



## **Ringraziamenti**

Al termine di questo viaggio vorrei dedicare alcune parole a chi, con dedizione e pazienza ha contribuito alla realizzazione di questo percorso.

Innanzitutto, desidero ringraziare il mio relatore, il Professor Riccardo Calcagno, che mi ha accompagnato con la sua infinita disponibilità fin dalla nascita di questo lavoro. Grazie al suo aiuto ho avuto la possibilità di accrescere le mie conoscenze e competenze in ambito finanziario.

Grazie a Ricky, Andre e Oli, quelli dello studio, con i quali anche i momenti più complessi diventavano più leggeri.

Grazie a Massi e Vi, colleghi e amici, perché nei minuti prima di un esame e in attesa davanti all'aula serve qualcuno che condivide con te le emozioni di quei momenti.

Grazie a Marcy, per avermi supportato e sopportato quando l'ansia cominciava a sopraggiungere. Sei sempre riuscita a dirmi le parole giuste al momento giusto che mi facessero pensare "ok, respiro profondo, e ripartiamo". Non sai quanto questo significhi per me. Ti amo. Tanto.

Grazie a Vale, la mia sorellina, per non aver mai tenuto nascosto di essere fiera di me e di quello che stessi costruendo, dai primi anni al Galfer fino ad oggi, anche quando molti altri avevano smesso di crederci. Tutto questo è anche gran merito tuo.

Grazie, per ultimi ma non in ordine di importanza, a Mamma e Papà. Ci sarebbe un mare di motivi per dirvi grazie, mille motivi che possono essere riassunti

semplicemente con un “senza di voi tutto questo sarebbe stato impossibile”, non vi sarò mai grato abbastanza.

## Sommario

1. INTRODUZIONE .....	1
2. INTRODUZIONE AL RAZIONAMENTO DEL CREDITO .....	2
2.1 DEFINIZIONE DI RAZIONAMENTO DEL CREDITO .....	2
2.1.1. LA TEORIA DI JAFFEE E RUSSELL.....	4
2.1.2 IL MODELLO DI STIGLITZ-WEISS .....	6
2.1.3 MODELLO DI WILLIAMSON .....	7
2.2 CLASSIFICAZIONE DI RAZIONAMENTO DEL CREDITO .....	8
2.3 METODI DI MISURAZIONE DEL RAZIONAMENTO DEL CREDITO .....	10
3. RAZIONAMENTO DEL CREDITO E MICROCREDITO IN EUROPA .....	11
3.1 ACCESSO AL FINANZIAMENTO DA PARTE DELLE PMI.....	12
3.2 “GAP ASSESSMENT” del finanziamento delle PMI in Europa .....	13
3.2.1 “GAP ASSESSMENT” IN TERMINI DI DEBT FINANCING .....	14
3.2.2. “GAP ASSESSMENT” IN TERMINI DI EQUITY FINANCING ....	19
3.3 CONCLUSIONI .....	23
4. GLI EFFETTI DELLA CRISI FINANZIARIA SULL’OFFERTA E SULLA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA .....	24
4.1 L’OFFERTA DI CREDITO BANCARIO .....	24
4.2 LA DOMANDA DI CREDITO BANCARIO .....	26
5. QUADRO DELLA SITUAZIONE ITALIANA IN PERIODO COVID-19 E CONFRONTO CON L’ESTERO.....	27

5.1 MISURE DI SOSTEGNO FINANZIARIO E CREDITO ALLE IMPRESE DURANTE LA PANDEMIA .....	31
5.2 PROSEGUIMENTO DELLA PANDEMIA: NUOVE ONDATE DEL 2021 .....	33
6. IL SETTORE DEL TURISMO .....	36
6.1 IL SETTORE TURISTICO E LA PANDEMIA DI COVID 19 .....	36
6.1.1. CONTRIBUTI ALLE IMPRESE PER IL SETTORE .....	37
6.2 CONDIZIONI ECONOMICO-FINANZIARIE DEL SETTORE DEL TURISMO. ....	40
6.3 I FINANZIAMENTI AL SETTORE TURISTICO.....	42
7. ANALISI DEL TERRITORIO: IL PIEMONTE NEL 2021 .....	45
7.1 IL TURISMO IN PIEMONTE .....	46
7.2 LE CONDIZIONI ECONOMICHE E FINANZIARIE.....	47
7.3 I PRESTITI ALLE IMPRESE E I CANALI DI FINANZIAMENTO ALTERNATIVI AL CREDITO .....	48
7.4 IL MERCATO DEL CREDITO .....	51
8. ANALISI DEL TERRITORIO: LA LOMBARDIA NEL 2021 .....	56
8.1 FINANZIAMENTI DIRETTI .....	61
8.1.1 LE EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI .....	61
8.1.2 IL MERCATO AZIONARIO .....	62
8.1.3 IL PRIVATE EQUITY .....	62
8.1.4 FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO .....	63

9. CONCLUSIONI .....	64
----------------------	----

## 1. INTRODUZIONE

Il razionamento del credito è una conseguenza dell'imperfezione dei mercati finanziari. Esso si definisce come un problema presente in ogni mercato di credito in situazione di equilibrio e trova le sue radici nell'esistenza di asimmetrie informative che, irreversibilmente, vengono a formarsi in tali contesti.

Obiettivo di questo elaborato sarà, dopo aver effettuato un'analisi teorica del fenomeno in questione, sia fornendone delle definizioni, sia presentando le teorie ed i modelli che ne trattano, quello di raccontare in che misura questo sia presente in Italia ed in Europa, concentrandosi in modo particolare sulle Piccole e medie imprese, che rappresentano il cuore pulsante dell'economia del nostro Paese.

Successivamente intento della tesi sarà quello di spiegare come la crisi finanziaria del 2008 abbia influito sulla domanda e sull'offerta di credito italiane.

Per analogia verrà poi anche analizzata la situazione nazionale del finanziamento alle imprese in periodo di crisi pandemica, analisi che si concluderà con un focus sul settore del turismo, uno dei comparti più colpiti dell'economia nazionale.

Infine, sempre in linea con l'ottica geografica con cui è stato svolto il lavoro, verrà presentata la situazione regionale piemontese in termini di finanziamenti alle imprese e di mercato del credito, al termine del quale verrà presentato un confronto con il benchmark rappresentato dalla Lombardia.

## 2. INTRODUZIONE AL RAZIONAMENTO DEL CREDITO

### 2.1 DEFINIZIONE DI RAZIONAMENTO DEL CREDITO

Il razionamento del credito è una condizione nella quale i finanziatori non vogliono concedere fondi ai mutuatari al tasso di interesse prevalente di mercato.

Per usare le parole di Jaffee e Modigliani (1969), «il razionamento del credito è una situazione in cui la domanda per prestiti commerciali supera l'offerta di questi prestiti al tasso quotato dalle banche». In questi termini, il razionamento del credito è considerato come un fenomeno lato offerta, il quale prevede che la funzione di offerta dei finanziatori a un certo punto diventi perfettamente inelastica al prezzo. Sostanzialmente, questa prima definizione pone attenzione sul fatto che sussiste razionamento del credito quando un'impresa, a prescindere dal tasso di interesse che offre alle banche, non riceve credito.

Una seconda definizione, quella di Stiglitz e Weiss (1981), descrive il razionamento del credito nel seguente modo: “Noi riserviamo il termine razionamento del credito alle circostanze nelle quali o (a) tra i richiedenti di prestito che sembrano essere identici alcuni ricevono fondi e altri no, e i richiedenti prestito respinti non riceverebbero un prestito anche se si offrissero di pagare un tasso di interesse più elevato, oppure (b) se sono identificabili gruppi o individui nella popolazione che, con una data offerta di credito, non sono in grado di ottenere prestiti a nessun tasso di interesse, anche se con una maggiore offerta di credito, lo sarebbero”. Questa seconda definizione, a differenza dalla prima, si focalizza maggiormente sul fatto che alcuni enti possono addirittura essere tagliati fuori dal mercato (a pari condizioni di rischiosità di altre imprese che invece ottengono credito) senza apparenti motivi significativi.

Il razionamento del credito è un fenomeno estremamente diffuso e ampiamente studiato. Gli economisti ne hanno ricercato la causa soprattutto nelle asimmetrie informative ex-ante ed ex-post (selezione avversa ed azzardo morale). Queste, infatti, aumentano le difficoltà nel perseguire finanziamenti dal momento in cui coloro che ricevono i prestiti hanno a disposizione maggiori informazioni, rispetto a chi lo deve concedere, circa lo sforzo che i primi ci metteranno nell'ottica di ottenere un rendimento tale da ripagare i finanziatori. Questi ultimi, d'altro canto, devono limitarsi a valutare il merito creditizio dei richiedenti credito e a giudicare le loro caratteristiche, in modo da prevedere il loro comportamento.

Gli studi più importanti circa la correlazione tra asimmetrie informative e razionamento del credito sono quelli di Jaffee e Russell (1976), che dimostrano come il razionamento del credito cresca all'aumentare delle asimmetrie informative e quelli di Stiglitz e Weiss (1981) che invece spiegano come il razionamento del credito possa essere considerato un equilibrio di mercato anche laddove esiste un'asimmetria informativa ex-ante. Un altro modello che andremo a considerare è quello di Williamson (1988) che, al contrario dei primi due, si concentra sulle asimmetrie informative ex-post e in particolar modo sui costi di monitoraggio.

Prima di cominciare ad analizzare gli studi sopra citate, concentriamoci sulle asimmetrie informative tra finanziatore e cliente. Il finanziatore necessita di alcune sicurezze per sapere se il debito verrà ripagato; tuttavia, queste informazioni sono spesso non disponibili oppure troppo costose da reperire e quindi alcuni individui non vengono finanziati perché considerati troppo rischiosi.

L'informazione si dice quindi asimmetrica quando il cliente ha più informazioni circa la probabilità di insolvenza del debito che ha maturato e quindi sulla rischiosità del progetto.

Le asimmetrie informative si dividono in asimmetrie informative ex-ante, quando creditori e debitori non sono informati equamente; ed asimmetrie informative ex-post, nelle quali il finanziatore concederà credito solo ad alcuni richiedenti sapendo che esistono degli investimenti più rischiosi di altri.

### 2.1.1. LA TEORIA DI JAFFEE E RUSSELL

Jaffee e Russell nel loro elaborato<sup>1</sup> affermano che il fenomeno di razionamento del credito si verifica quando i finanziatori quotano un tasso di interesse sui prestiti e quindi procedono a fornire un prestito di dimensioni inferiori a quello richiesto dai mutuatari". Come anticipato, Jaffee e Russell attribuiscono il verificarsi del razionamento del credito al fenomeno di asimmetria informativa ex-ante, ovvero di selezione avversa. Nella loro teoria, Jaffee e Russell suddividono i potenziali richiedenti prestito in due categorie: onesti, i quali tendono ad accettare contratti che sono sicuri di poter ripagare, e disonesti, ovvero coloro che non pagano, in presenza di costi di default bassi, anche se avrebbero i fondi per farlo. La selezione avversa consiste appunto nel fatto che i finanziatori non sono in grado di discernere la provenienza di un richiedente credito da una delle due categorie. Per individuare il comportamento delle due categorie, Jaffee e Russel considerano un modello con due orizzonti temporali. La curva di domanda si ottiene massimizzando il consumo rispetto al vincolo di bilancio (ciò che, effettivamente, l'individuo può spendere).

---

<sup>1</sup> DM Jaffee, T Russell – *Imperfect information. Uncertainty and credit rationing* - The Quarterly Journal of Economics, 1976

Ogni individuo ha una propria funzione di utilità  $U(C1;C2)$  che è funzione del consumo nei due orizzonti di tempo considerati; ognuno ha inoltre delle entrate esogene in entrambi i periodi di tempo  $Y1, Y2$ . La curva di domanda si ottiene, come detto, massimizzando il consumo rispetto al vincolo di bilancio, quindi  $\max[U(C1;C2)]$  rispetto a  $C1$  e  $C2$ , sotto vincolo di bilancio  $C1 = Y2 - (C1 - Y1)R$  dove  $R=(1+r)$  è il fattore tasso di interesse (tasso di interesse a cui gli individui possono accedere al prestito). Sia  $L$  l'ammontare di prestito che dovrà essere ripagato al tempo 2 possiamo dire che al tempo 1:  $C1=L+Y1$  e al tempo 2:  $C2=Y2-LR$ . A questo punto possiamo andare a esplicitare l'operazione di massimizzazione iniziale come  $\max[U(L+Y1;Y2-LR)]$  rispetto a  $L$ . I richiedenti prestito disonesti, invece, sono considerati allo stesso modo di quelli onesti, con la differenza che i primi preferiscono diventare insolventi, e quindi non dover ripagare il debito, qualora questo portasse a un aumento della loro utilità. Per mitigare questo comportamento, la banca può inserire come clausola un ammontare  $Z$  da pagare qualora si verificasse default. Ovviamente,  $Z$  dovrà essere sufficientemente alto da scoraggiare i richiedenti disonesti ad approfittare di questa situazione. L'individuo disonesto sarà quindi messo di fronte alla scelta se massimizzare la sua utilità secondo quanto visto precedentemente, oppure se massimizzare la sua utilità tenendo conto della penale da pagare. L'alternativa diventa quindi  $\max[U(Y1+L;Y2-Z)]$ . Dato che il consumo al tempo 1 è lo stesso ( $Y1+L$ ), dal momento in cui  $L$ , ovvero la domanda di credito, risulta la stessa sia per gli onesti sia per i disonesti perché altrimenti non sussisterebbe il problema di discernimento da parte delle banche; la decisione da parte del consumatore disonesto se massimizzare la sua funzione di utilità nel primo o nel secondo caso, dipende dal consumo a  $T2$ , ovvero dal confronto tra  $Y2-Z$  e  $Y2-LR$ . L'individuo, ovviamente,

sceglierà di fallire se  $Z < LR$ , ovvero se la penale da pagare in caso di fallimento dovesse essere inferiore al costo di risarcimento del debito.

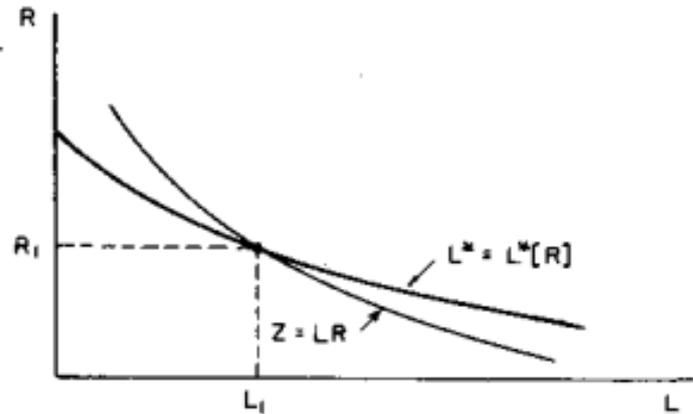


Figura 1 - Fonte: Jaffee, D. e Russell, T., 1976

Come possiamo notare da questo grafico, al di sotto di un certo tasso di interesse  $R_1$  i richiedenti disonesti preferiscono diventare insolventi piuttosto che impegnarsi in un progetto con un buon rendimento e con una buona probabilità di successo. Le due curve si incontrano nel punto di equilibrio di mercato, ovvero quello in cui non dovrebbe sussistere razionamento del credito.

### 2.1.2 IL MODELLO DI STIGLITZ-WEISS

Nella loro pubblicazione<sup>2</sup>, Stiglitz e Weiss spiegano come, anche in condizioni di equilibrio di mercato, qualora un imprenditore ottenga credito mentre un secondo imprenditore, totalmente indistinguibile dal primo dal punto di vista della banca, non lo ottenga; si possa comunque verificare razionamento del credito.

---

<sup>2</sup> JE Stiglitz, A Weiss – *Credit rationing in markets with imperfect information* - The American Economic Review, 1981

L'analisi di Stiglitz e Weiss si concentra sul fatto che, dati due richiedenti prestito apparentemente indistinguibili, uno riesca ad ottenere credito e l'altro no, ed inoltre, anche qualora il richiedente che non ha ottenuto il finanziamento volesse pagare di più per poter accedere al prestito, comunque la banca rifiuterebbe.

Questo razionamento del credito dipende dal fatto che il rendimento atteso degli imprenditori richiedenti fondi non sia proporzionale al tasso di interesse: per loro il razionamento è dovuto al fatto che la domanda supera l'offerta.

I finanziatori hanno come obiettivo la massimizzazione del profitto, e questo dipende dal tasso di interesse sui prestiti concessi che viene stabilito.

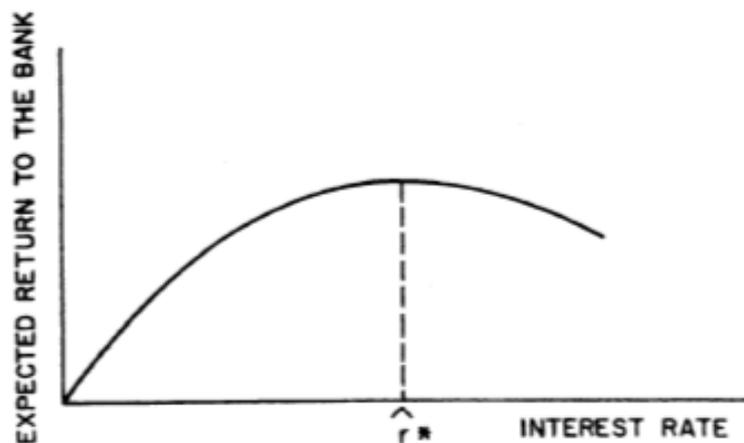


Figura 2- Fonte: Stiglitz, J. E. e Weiss, A., 1971

In questo grafico ci viene mostrata l'esistenza di un tasso di interesse tale per cui il profitto atteso della banca viene massimizzato. In questa situazione, tuttavia, non siamo in equilibrio perché la domanda di prestiti è più elevata rispetto all'offerta.

### 2.1.3 MODELLO DI WILLIAMSON

In questo modello, a differenza che nei due precedenti, viene presa in considerazione l'asimmetria informativa ex-post, ovvero l'azzardo morale. In

questa situazione, banche e richiedenti prestito hanno le stesse informazioni circa i progetti precedentemente al finanziamento, ma successivamente alla stipula del contratto gli imprenditori possono scegliere tra diversi progetti, caratterizzati da un diverso livello di rischio.

È quindi necessario per la banca attuare un monitoraggio nei confronti dei finanziati. Monitoraggio che, tuttavia, non è privo di costo, e questo è il motivo per cui alcuni individui non riescono ad essere finanziati e quindi si innesca nuovamente razionamento del credito.

Nel suo modello Williamson prende in considerazione una serie infinita di investitori e vengono analizzati due periodi, un primo periodo di pianificazione e un secondo periodo di consumo.

Secondo Williamson la soluzione ideale sono i contratti di debito tra banche e richiedenti credito poiché riducono i costi di monitoraggio. Sostiene inoltre che la probabilità di sostenere costi di monitoraggio aumenta all'aumentare dei tassi di interesse, dato che questo diminuisce il ritorno atteso per le banche.

## 2.2 CLASSIFICAZIONE DI RAZIONAMENTO DEL CREDITO

Sono proposte due classificazioni in letteratura circa l'equilibrio di credit rationing.

La prima classificazione è quella di Keeton del 1979, nella quale venivano distinti due tipi di credit rationing, chiamati tipo I e tipo II. Il credit rationing di tipo I si verifica dal momento in cui alcuni o tutti i richiedenti credito ricevono meno fondi di quanto desiderano, anche se sono disposti a pagare un prezzo maggiore. La seconda tipologia di credit rationing, invece, si verifica quando a degli individui, seppure apparentemente indistinguibili da altri che ricevono credito, viene negato

credito anche se questi sono disposti a pagare un tasso di interesse maggiore di quello quotato. Le due definizioni sostanzialmente differiscono dall'entità del razionamento: nel primo caso tutti i richiedenti sono razionati dal momento in cui tutti ricevono un ammontare inferiore al voluto, nella seconda definizione, invece, alcuni richiedenti rimangono proprio esclusi, anche se disposti a pagare di più e anche se accettano elementi non di prezzo come contratti di debito.

Una seconda classificazione è invece proposta da Jaffee e Stiglitz, che individuano quattro categorie di razionamento del credito. Per loro il credit rationing di tipo I differisce dalla prima tipologia identificata da Keeton nel senso che se un mutuatario viene razionato, può scegliere di ottenere un ammontare maggiore se è disposto a pagare di più; questo perché maggiore è l'ammontare del prestito, maggiore è la sua probabilità di insolvenza, quindi i costi fallimentari aumentano con l'entità del prestito perché i prestiti più grandi comportano un rimborso più elevato rispetto a quelli più piccoli (Jaffee e Russell, 1976).

La seconda tipologia di credit rationing non ha un corrispettivo nella classificazione di Keeton, e sostiene che "alcuni individui non possono prendere in prestito al tasso di interesse che ritengono appropriato in base a quella che percepiscono come la loro probabilità di inadempimento".

Il credit rationing di tipo III prevede un'asimmetria informativa più debole perché le banche conoscono sia la probabilità di insolvenza del richiedente sia il ritorno atteso del progetto. La decisione di credito della banca, quindi, si baserà sull'osservazione del rapporto rischio-rendimento: il mutuatario sarà razionato se, dato un certo livello di rischio noto, alla banca non verrà assicurato il rendimento richiesto dal progetto.

Infine, al contrario, la quarta tipologia di credit rationing corrisponde al tipo II di Keeton, ovvero razionamento puro del credito, caratterizzato da una forte asimmetria informativa.

### 2.3 METODI DI MISURAZIONE DEL RAZIONAMENTO DEL CREDITO

Per effettuare una misurazione del razionamento del credito ci sono due possibilità, ovvero procedere con dei metodi indiretti piuttosto che con dei metodi diretti.

Per quanto riguarda i metodi indiretti, nel 1969 Jaffee e Modigliani utilizzano un modello secondo il quale si riesce a dedurre la presenza di razionamento del credito misurando la percentuale di nuovi prestiti commerciali emessi al tasso prevalente di mercato e/o con dimensioni di prestito molto grandi. Secondo loro, i mutuatari al primo prestito così come i mutuatari di grandi dimensioni rischiano di meno di essere razionati. Il risultato di interesse è che gli aumenti del tasso medio dei prestiti commerciali corrispondono a livelli più elevati di razionamento.

Altri autori hanno tentato di verificare se i tassi di prestito commerciale seguissero fedelmente le variazioni dei tassi di interesse di mercato aperto.

L'idea generale della maggior parte dei modelli è che ci sia un limite al di sopra del quale i finanziatori razionano il credito, e che questo limite diventi ancor più vincolante con l'aumento dei tassi di mercato aperto.

Seguendo questa idea generale, alcuni autori hanno usato a prova del razionamento del credito questo ritardo nell'adattamento del tasso di prestito commerciale nei confronti dei tassi di mercato aperto.

Per quanto riguarda i metodi diretti, invece, si cerca di utilizzare dei dati di indagine.

Cox e Jappelli nel 1990 e più tardi Chakravarty e Scott nel 1999 hanno analizzato i dati sulla base di questionari posti alle famiglie in cui veniva domandato se ultimamente gli fosse stato negato del credito, tutto quello richiesto o anche solo parzialmente. Questi articoli pretendono di misurare in che modo alcuni fattori esterni possano influenzare la probabilità di essere razionati; tuttavia, non è chiaro se i mutuatari che si auto-dichiarano razionati lo siano effettivamente nel significato del termine evidenziato da Stiglitz e Weiss; in effetti il loro mancato finanziamento potrebbe essere semplicemente sintomo del fatto che il richiedente non è considerato degno di ricevere credito.

Per quanto riguarda i prestiti alle imprese, invece, Cressy nel 1996 utilizza un campione di imprese giovani che hanno appena firmato un contratto con una grande banca britannica per valutare se il razionamento del credito possa determinare la sopravvivenza di una banca. Cressy conclude che non ci sia razionamento del credito, dato che le imprese si autoselezionano in base al capitale umano a disposizione dell'imprenditore.

### 3. RAZIONAMENTO DEL CREDITO E MICROCREDITO IN EUROPA

Le piccole e medie imprese rappresentano più del 99% del business europeo<sup>3</sup>. Per capire l'importanza di queste PMI per l'economia basta pensare al fatto che il loro contributo alla crescita del valore aggiunto e dell'impiego supera ogni aspettativa.

---

<sup>3</sup> Secondo il report di fine anno del 2019 da parte della European Investment Bank.

### 3.1 ACCESSO AL FINANZIAMENTO DA PARTE DELLE PMI

La richiesta di finanziamento da parte delle PMI varia durante il loro ciclo vitale e dipende da numerosi fattori, tra i quali la loro “età”, la loro strategia di crescita e il loro TRL<sup>4</sup>. È noto che in Europa le PMI non hanno risorse interne sufficienti per soddisfare le loro necessità e, secondo l’OECD<sup>5</sup> le garanzie di credito rimangono lo strumento più diffuso per supportare l’accesso delle PMI al finanziamento.

Secondo l’ultimo sondaggio sull’accesso al finanziamento delle imprese (SAFE<sup>6</sup>) da parte della Banca Centrale Europea le risorse di finanziamento più diffuse per le PMI sono linee di credito o di scoperto, leasing e riscatti, prestiti bancari e crediti commerciali. In generale le PMI preferiscono finanziamenti a debito rispetto a finanziamenti a equity o a causa della mancanza di conoscenza riguardo il mercato del finanziamento del capitale oppure a causa di un mercato dell’equity immaturo nella loro zona geografica. Nonostante circa il 90% delle PMI non prenda in considerazione l’“equity financing” per il loro business, sia società di Venture Capital sia fondi di Private Equity sono componenti importanti per il mercato delle PMI, soprattutto per le start-up ad alto rischio o compagnie ad elevata crescita a lungo termine che necessitano di significativi investimenti a lungo raggio e che tendono a non generare nell’immediato Free Cash-Flows. Negli ultimi anni si sono sviluppate anche i Crowdfunding, che secondo l’EIF<sup>7</sup> giocano un ruolo importante nel facilitare l’accesso al finanziamento delle PMI durante tutto il loro percorso di crescita.

---

<sup>4</sup> Technology Readiness Level: livello di maturità tecnologica. È una metodologia sviluppata dalla Nasa nel 1974 per valutare il grado di maturità di una tecnologia:  
[https://en.wikipedia.org/wiki/Technology\\_readiness\\_level](https://en.wikipedia.org/wiki/Technology_readiness_level)

<sup>5</sup> Organization for Economic Co-operation and Development.

<sup>6</sup> Survey on Access to Finance of Enterprises.

<sup>7</sup> European Investment Fund.

Reperire fondi è una delle sfide più complicate per una PMI, si pensi che una PMI su quattro<sup>8</sup> presenta notevoli difficoltà nell'essere finanziata. È noto, infatti, che questo tipo di imprese incontra maggiori difficoltà dal punto di vista finanziario rispetto a imprese più grandi, sia perché di solito godono di condizioni finanziarie meno favorevoli sia perché, se anche gli viene offerto finanziamento, di solito gli viene offerto a condizioni irragionevoli in termini di tasso di interesse applicato, di duration, di termini di restituzione e di collaterale richiesto.

Per aiutare le PMI ad ottenere i finanziamenti, e quindi a poter dimostrare tutto il loro potenziale di competitività e di aiuto alla crescita economica europea, intervengono degli strumenti finanziari, in ottica di risolvere questi fallimenti di mercato sopra citati e risolvere situazioni di allocazione non ottimale degli investimenti. Tra le differenti fonti di finanziamento pubblico e privato, il fondo ESIF<sup>9</sup> è una risorsa chiave per molti strumenti finanziari volti alle PMI in Europa: esso rappresenta infatti il 23,7% delle risorse dei programmi disponibili per supportare le PMI.

### 3.2 “GAP ASSESSMENT” del finanziamento delle PMI in Europa

La quantificazione del gap finanziario mira a definire l'ammontare di finanziamento che in condizioni ottimali di mercato verrebbe fornito alle PMI meritevoli per i loro progetti, ma che in realtà viene perso.

Per analizzare questo gap bisogna partire da alcune stime riguardo il numero di imprese che hanno difficoltà nel reperire fondi ma che in realtà non dovrebbero

---

<sup>8</sup> EIF RMA, Kraemer-Eis, Botsari, Gvetadze, Lang and Torfs, Working Paper 2019/57, *European Small Business Finance Outlook*, 2019.

<sup>9</sup> European Structural & Investment Fund

averne<sup>10</sup> e riguardo all'ammontare medio di finanziamento che queste PMI richiederebbero/otterrebbero se riuscissero a completare l'accordo con i loro finanziatori.

### 3.2.1 "GAP ASSESSMENT" IN TERMINI DI DEBT FINANCING

Anche se le fonti di finanziamento alle PMI sono diverse in diversi Paesi a causa di differenze nel sistema finanziario e nelle condizioni macroeconomiche come le strutture e le caratteristiche delle imprese, il prestito bancario rimane la forma prevalente di finanziamento alle PMI in quasi tutte le giurisdizioni<sup>11</sup>. In ogni Paese quindi, sebbene esistano delle differenze nel settore bancario, le banche risultano essere la risorsa di finanziamento esterno chiave per le PMI.

A livello europeo il gap di finanziamento per debito è di 176,7 miliardi di euro<sup>12</sup>, considerando che il 4,3% delle PMI europee possono essere considerate "viable but unsuccessful"<sup>13</sup>.

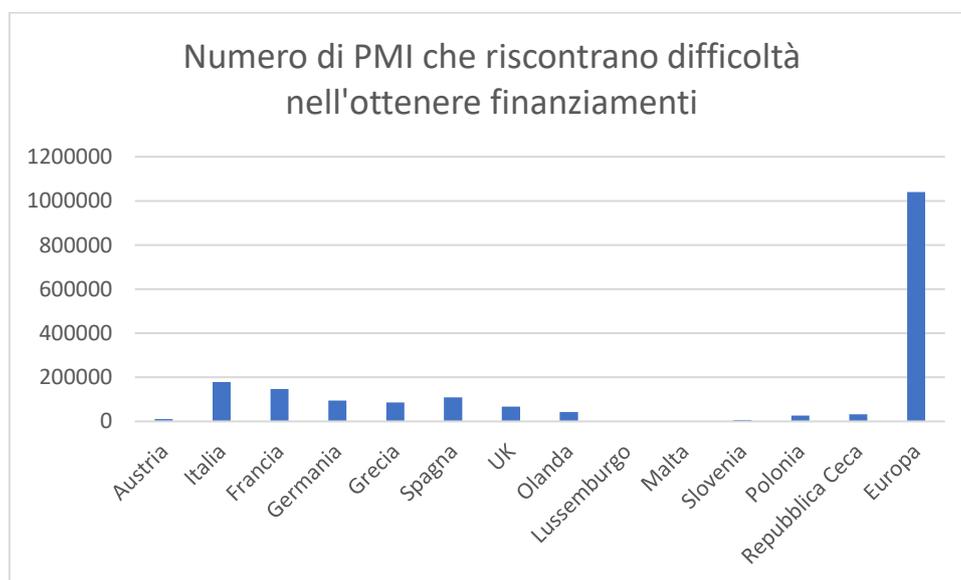


Figura 3- numero di PMI "viable but unsuccessful" per Paese che riscontrano difficoltà nell'ottenimento di finanziamenti

<sup>10</sup> Più avanti ci riferiremo a queste imprese come "viable but unsuccessful".

<sup>11</sup> Financial Stability Board, *Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on Small and Medium-sized Enterprise (SME) financing*, 29 Novembre 2019 (p.1).

<sup>12</sup> Fi-compass, EIF's RMA, basato su Eurostat 2017, ECB SAFE 2018 wave 19, 2019

<sup>13</sup> Fi-compass, EIF's RMA, basato su Eurostat 2017, ECB SAFE 2018 wave 19, 2019

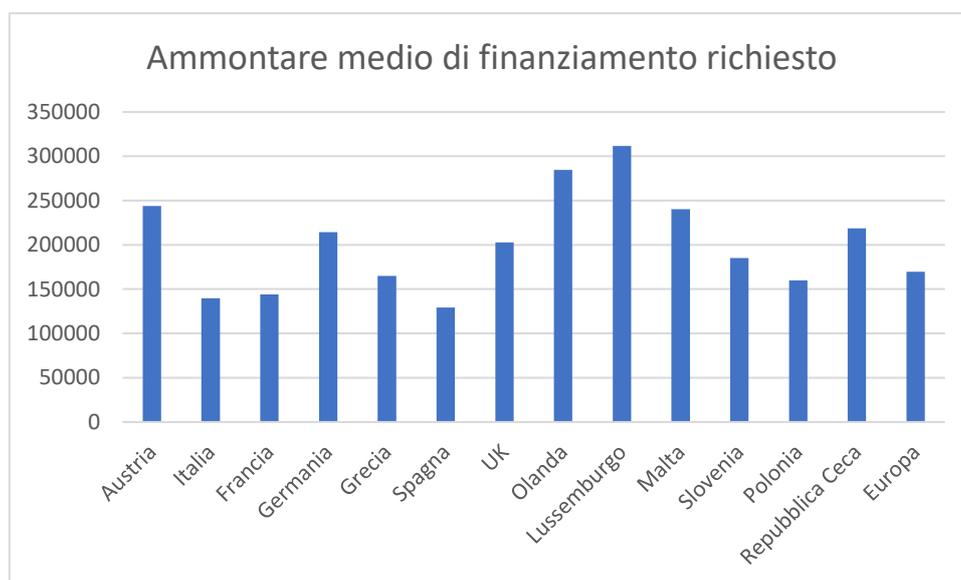


Figura 4 - ammontare medio di finanziamento richiesto dalle PMI per Paese

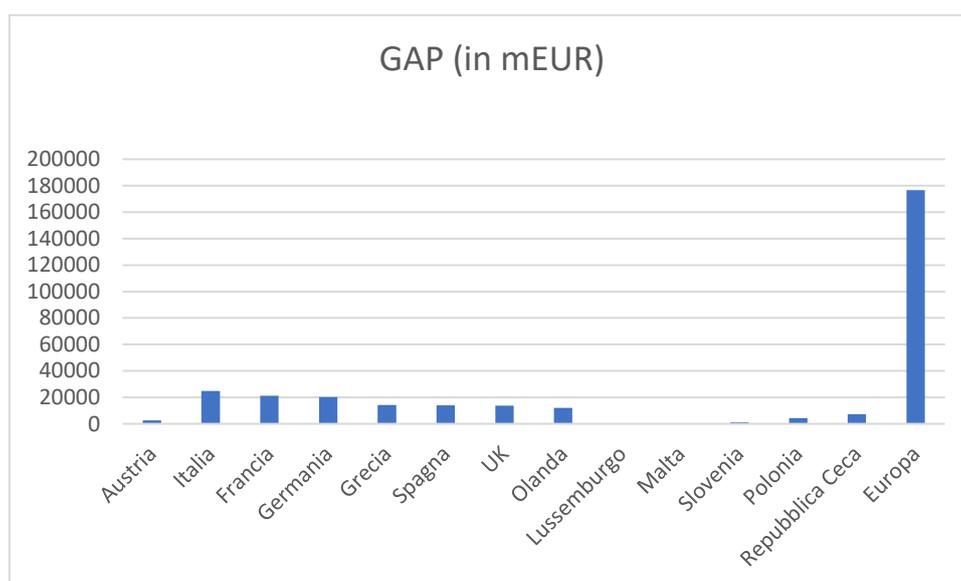


Figura 5 - Valore del GAP per Paese

Dai grafici sopra possiamo ricavare una serie di considerazioni: il GAP più ampio è presente negli Stati più grandi come Italia, Francia, Germania, Grecia, Spagna, Regno Unito e Olanda, dove supera i 10 miliardi di euro. Per quanto riguarda

l'Italia, in particolare, il GAP è probabilmente inflazionato a causa dell'elevatissimo numero di PMI e di microimprese, che contano anche meno di 9 impiegati (3,7 milioni, in confronto alle 2,7 milioni in Francia e Spagna e le 2,5 milioni in Germania). In modo speculare, il GAP più basso è presente nei Paesi più piccoli come Lussemburgo, Malta e Slovenia; questo risulta ovvio data la dimensione ridotta dell'economia di questi Paesi, per questo si procederà a normalizzare il GAP rispetto al PIL, in modo da poter fare dei confronti più precisi.

In relazione a quanto detto fin qui, di conseguenza, si possono fare delle considerazioni sul fatto che a determinare il GAP concorrono fattori come il numero totale di PMI nel Paese, la percentuale di "viable but unsuccessful" PMI e l'ammontare medio di finanziamento richiesto.

Partendo da questo presupposto, tuttavia, bisogna commentare delle situazioni particolari di alcuni Paesi. La Grecia, per esempio, a seguito della crisi economica e finanziaria del 2008-2009 e della crisi del debito pubblico che ne è conseguita, si è trovata a dover affrontare una profonda ristrutturazione del settore bancario. Nonostante questa situazione stia migliorando c'è da dire che per molti anni le banche non sono riuscite a finanziare l'economia e, in particolar modo le PMI; questo sia a causa delle restrizioni imposte dal governo successivo circa la vendita all'asta da parte delle banche di beni immobili tenuti come garanzia, sia a causa del controllo sui capitali imposto nel 2015 per evitare una corsa al risparmio bancario, il che ha imposto restrizioni al risparmio delle imprese e quindi limitato il loro accesso alla liquidità. Sotto queste condizioni possiamo assumere che il GAP individuato per le PMI greche sia in realtà sottostimato.

Anche la Polonia offre interessanti spunti di riflessione dato che la percentuale di PMI considerate percorribili ma senza successo è abbastanza bassa. Questo può essere però spiegato dal fatto che le PMI sono finanziate dalle banche, ma anche da cooperative ed enti non bancari; ciò indica che alcune PMI sono considerate non finanziariamente percorribili dal sistema bancario ma vengono comunque finanziate da altri attori.

Proseguendo con questa analisi andiamo a valutare il rapporto tra il GAP di ogni Paese e il suo PIL<sup>14</sup>. La Grecia risulta essere ancora un caso particolare in quanto presenta il maggior numero di PMI che incontrano difficoltà nell'accedere ai finanziamenti e, contestualmente, uno degli ammontare più elevati di GAP del finanziamento via debito; ma presenta anche il maggior rapporto tra il GAP del finanziamento via debito e il PIL. Cipro, Estonia, Croazia e Malta, il cui rapporto tra GAP e PIL ammonta circa al 4%, presentano caratteristiche particolari dal momento in cui la loro percentuale di PMI "viable but unsuccessful" (d'ora in avanti VbU) supera la media europea.

Risulta anche interessante studiare alcuni casi tra le sette Nazioni selezionate da DG REGIO e fi-compass per analisi più approfondite. Il Portogallo ha il rapporto più elevato il che può essere spiegato da una notevole percentuale di imprese Valuable but Unsuccessful, un numero relativamente elevato di PMI e un basso PIL in relazione ad altri Paesi; in contemporanea l'ammontare medio dei prestiti ricercati dalle PMI portoghesi è sotto la media europea, il che indica che l'economia del Portogallo risulta ancora in una fase di recupero post 2008. Curioso è anche il confronto del Portogallo con la Bulgaria, dato che quest'ultima presenta un rapporto

---

<sup>14</sup> Dati Eurostat, aggiornati al 2017

GAP/PIL analogo a quello portoghese. Portogallo e Bulgaria, tuttavia, presentano situazioni molto differenti dato che la Bulgaria conta il 4,8% di imprese VbU, quindi meno rispetto al Portogallo (6,7%), ma presenta anche meno della metà delle PMI e un PIL 3,7 volte inferiore. Tutto questo a dimostrazione del fatto che i vari casi vanno spiegati individualmente.

La Repubblica Ceca è seconda tra i sette paesi analizzati per rapporto GAP/PIL. La spiegazione è data da un numero elevato di PMI e un elevato importo medio dei prestiti richiesti, il tutto però mitigato da un numero basso di VbU.

L'Olanda, infine, presenta un rapporto relativamente alto in confronto alla media europea (1,5% contro 1,1% europeo). Questa situazione controintuitiva può essere spiegata dal fatto che in quel Paese è presente un settore bancario ben strutturato con alcuni gruppi bancari tra i più diffusi in Europa, insieme alla bassa percentuale di Valuable but Unsuccessful. Come ulteriore spiegazione alla situazione olandese c'è un valore medio dei prestiti richiesti relativamente basso e un elevato numero di PMI. Questo indica che il GAP al finanziamento via debito in Olanda sussiste prevalentemente per importi molto elevati e per PMI che, effettivamente, risultano "unsuccessful".

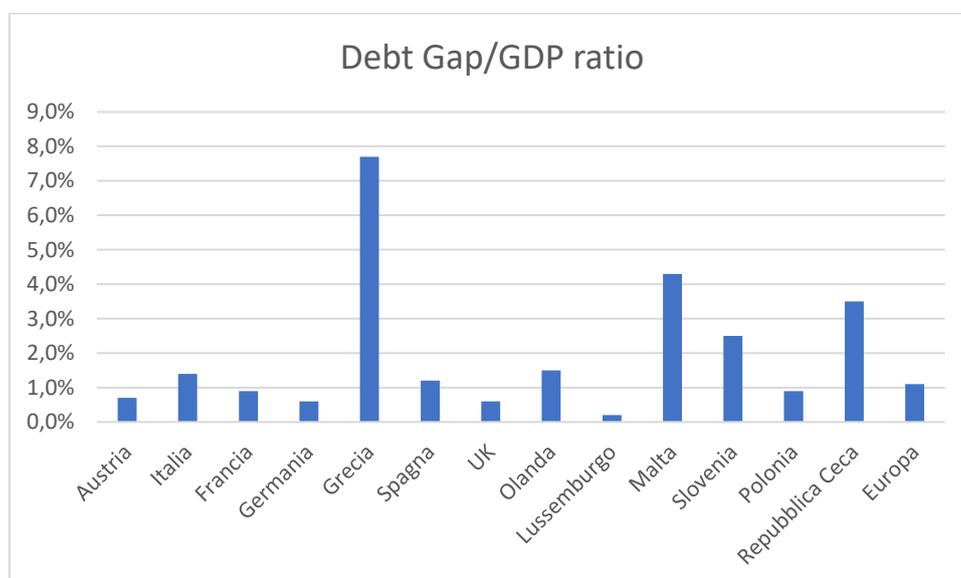
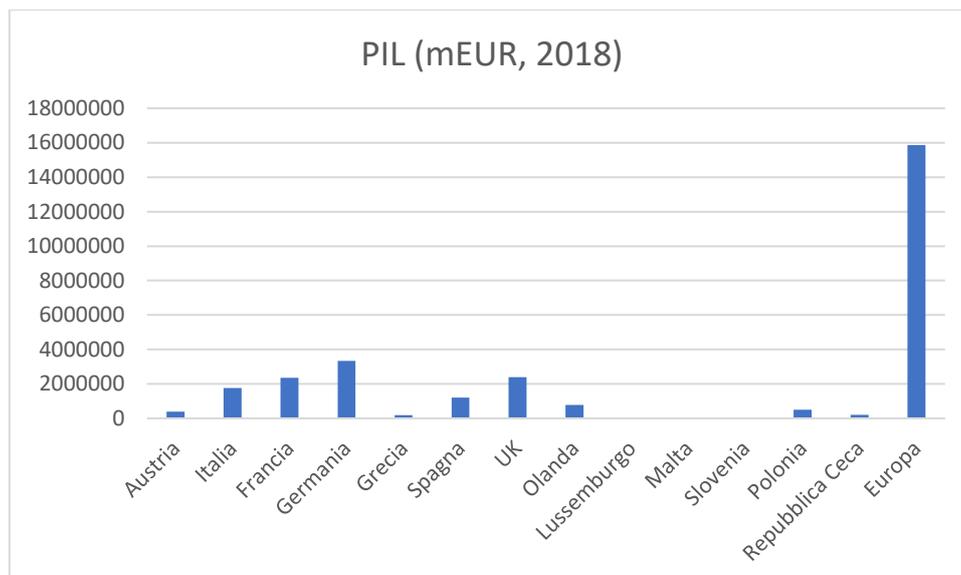


Figura 6 - *fi-compass*, EIF's RMA, based on Eurostat 2017, ECB SAFE 2018 wave 19, 2019.

### 3.2.2. “GAP ASSESSMENT” IN TERMINI DI EQUITY FINANCING

Seguendo la stessa metodologia di prima, calcoliamo il GAP sul finanziamento via equity<sup>15</sup>, dove per gap equity intendiamo la differenza tra l'ammontare di

<sup>15</sup> «equity: In finanza, mezzi propri di un'impresa in contrapposizione ai mezzi di terzi (debiti)», Treccani. «Equity investment: Acquisto di azioni sul mercato da parte di singoli investitori e aziende, allo scopo di ottenere dividendi dal loro possesso e/o capital gains dalla loro rivendita, in

finanziamento tramite acquisto di azioni che verrebbe fornito alle imprese considerate finanziariamente percorribili in caso di condizioni di mercato ottimali e l'ammontare di tale finanziamento che riescono ad ottenere. Prima di tutto però bisogna capire che in relazione al gap al finanziamento via debito, il gap al finanziamento via equity è maggiore; per capire gli ordini di grandezza basti pensare che in termini di debito il gap maggiore ce l'ha l'Italia con 25 miliardi di euro, mentre in termini di equity il gap maggiore ce l'ha il Regno Unito con 266 miliardi. La ragione dietro a questa disparità così elevata è che l'ammontare di finanziamento via equity in media è di gran lunga superiore al valor medio dell'ammontare di finanziamento richiesto via debito dalle PMI. Questo tipo di GAP fornisce un'indicazione circa il grado di maturità del mercato dell'equity in Europa: un maggior valore del GAP indica che fondi di equity quali VC<sup>16</sup> o PE<sup>17</sup> sono attivi ma non sufficienti a ricoprire l'intera domanda. Al contrario, valori bassi di GAP possono indicare o una scarsa domanda dovuta a una mancanza di conoscenza del mercato dell'equity da parte delle PMI oppure possono essere indice di una limitata domanda da parte dei fondi di equity, oppure infine possono indicare che l'attuale offerta di finanziamento è già sufficiente a coprire l'intera domanda.

In modo simile a quanto detto per il GAP via debito, valori elevati di questo gap sono caratteristici dei Paesi più grandi. Ci sono poi ovviamente delle eccezioni come Italia e Portogallo che, pur avendo delle economie più sviluppate hanno un equity financing gap relativamente basso; questo può essere spiegato dal fatto che

---

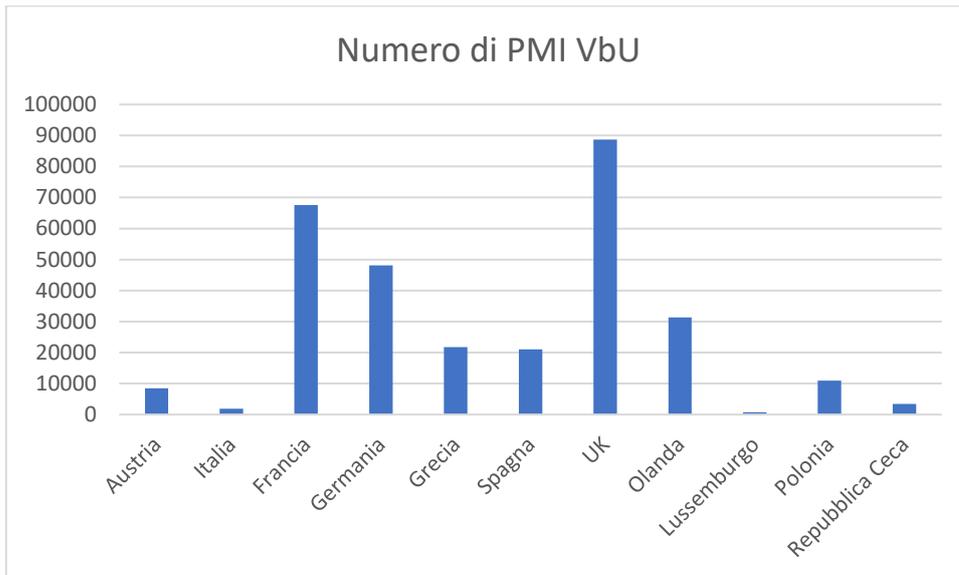
caso di crescita dei valori azionari.», Treccani. L'equity gap fornisce indicazioni sulla situazione del mercato dell'equity di ogni Paese.

<sup>16</sup> Società di Venture capital

<sup>17</sup> Fondi di Private equity

ci sono poche PMI non di successo che richiedono finanziamenti di questo tipo (0,1% in Italia, il dato più basso in Europa, e 0,5% in Portogallo)<sup>18</sup>.

Procedendo analogamente a prima, i dati circa l'Equity Gap e il rapporto tra l'Equity Gap e il PIL sono descritti dai seguenti grafici:



*Figura 7-Numero di PMI che incontrano difficoltà a reperire credito*

<sup>18</sup> Fi-compass, Gap Analysis for small and medium-sized enterprises financing in the European Union, Final Report December 2019.

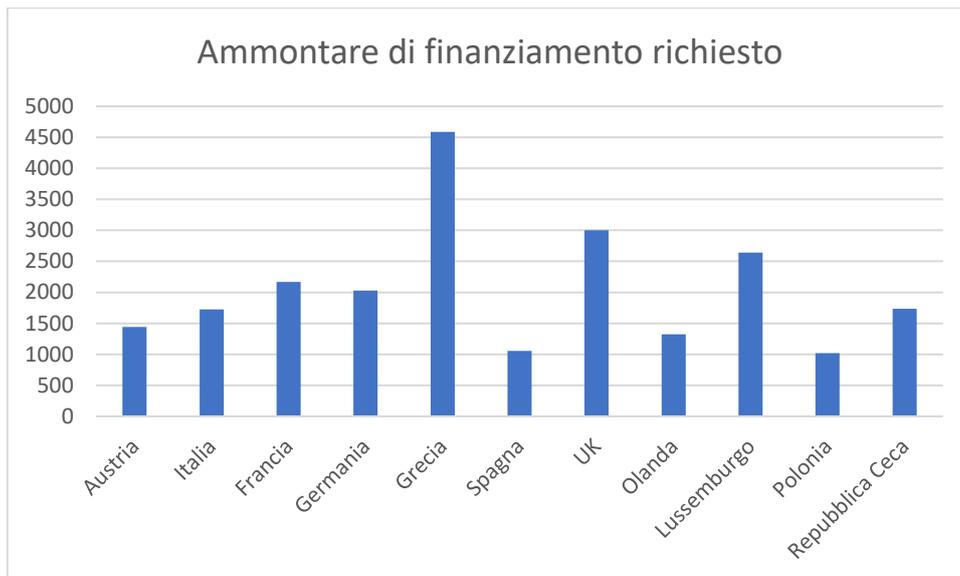


Figura 8 - Ammontare medio del finanziamento via equity richiesto dalle PMI

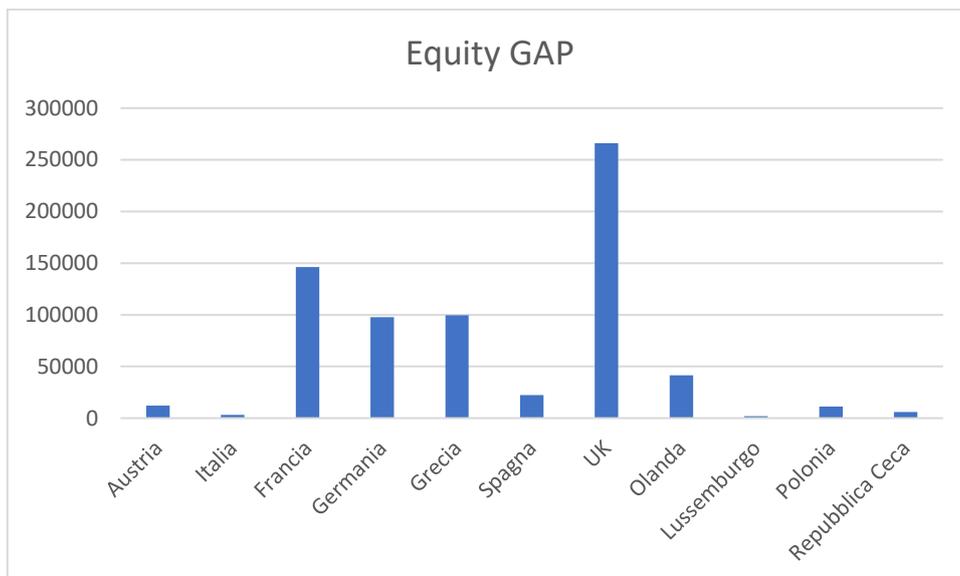
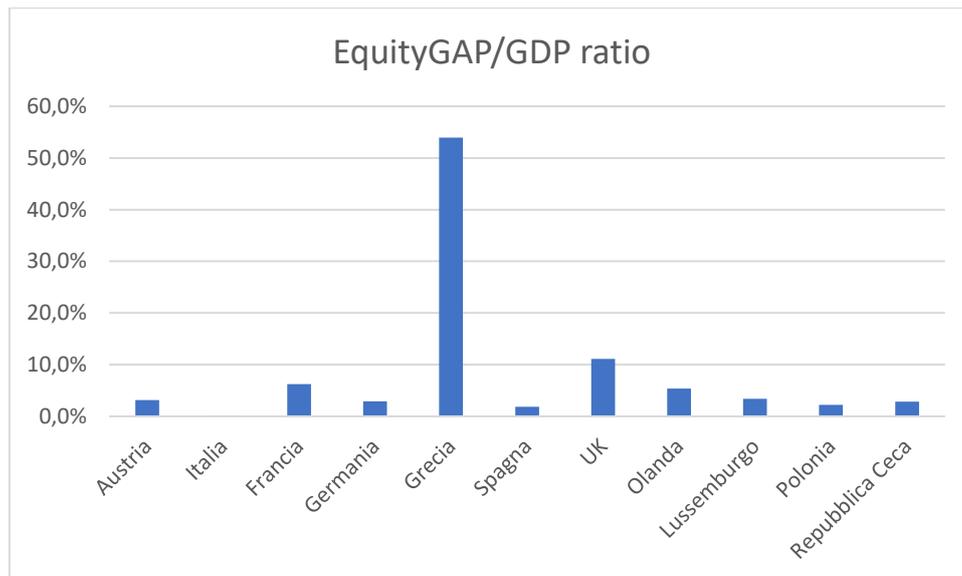


Figura 9 - Valore dell'Equity financing gap



*Figura 10 - Rapporto tra Equity financing GAP di un Paese e il suo PIL*

### 3.3 CONCLUSIONI

Dalle analisi perimate possiamo trarre una serie di conclusioni. Per prima cosa possiamo dire che il GAP al finanziamento rimane elevato, sia in termini di equity sia in termini di debito, nonostante alcuni aiuti da differenti attori del sistema economico; possiamo poi dire che gli strumenti finanziari giocano un ruolo importante nel facilitare l'accesso delle PMI al finanziamento, favorendo un allocazione meno subottimale dei finanziamenti. Dal punto di vista dei diversi Paesi possiamo dire che in molte situazioni risultano esserci ancora diverse difficoltà da parte delle PMI a ottenere finanziamenti, e che alcuni Paesi stanno ancora recuperando dalla crisi del 2008.

## 4. GLI EFFETTI DELLA CRISI FINANZIARIA SULL'OFFERTA E SULLA DOMANDA DI CREDITO IN ITALIA

Gli effetti della crisi finanziaria sul credito bancario sono stati analizzati da Panetta e Signoretti nella loro pubblicazione<sup>19</sup>. Lo scopo di questo lavoro è stato quello di valutare il contributo di domanda e offerta alla dinamica dei prestiti bancari.

### 4.1 L'OFFERTA DI CREDITO BANCARIO

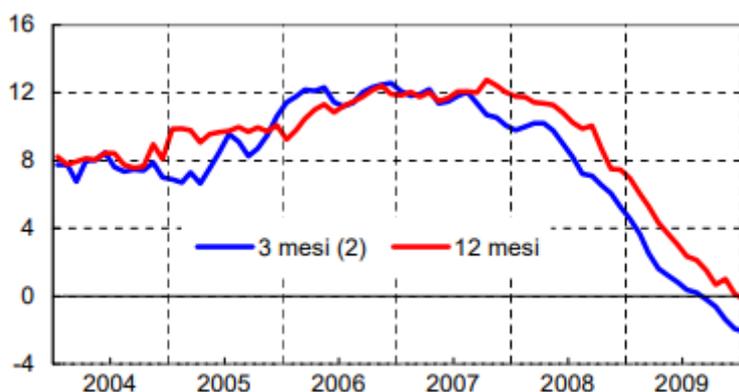


Figura 11 - Prestiti bancari concessi al settore privato non finanziario<sup>20</sup>

Il grafico indica che, a partire dall'estate del 2007, ovvero l'inizio della crisi, il settore privato non finanziario ha visto, dopo una lunga fase espansiva, un notevole ridimensionamento dell'ampliamento del credito bancario che si è ridotto circa del 12%. «La decelerazione si è accentuata nel 2008 e ancora nel 2009, in concomitanza con l'intensificarsi della crisi finanziaria e con il deterioramento del quadro economico nazionale e internazionale»<sup>21</sup>. Il ritmo di espansione dei finanziamenti

<sup>19</sup> F. Panetta e F.M. Signoretti, Domanda e Offerta di Credito in Italia Durante la Crisi Finanziaria, Banca d'Italia, Aprile 2010.

<sup>20</sup> Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia

<sup>21</sup> F. Panetta e F.M. Signoretti, Domanda e Offerta di Credito in Italia Durante la Crisi Finanziaria, Banca d'Italia, Aprile 2010.

alle imprese, che oscillava attorno al 12% fino a metà 2008, ha avuto un rapido calo fino a raggiungere un valore di -5,8% su base annua all'inizio del secondo trimestre del 2010.

La decelerazione del credito ha interessato tutti i settori ma ha colpito in particolar modo quello manifatturiero, e quello delle costruzioni. In termini di dimensioni, invece, le imprese di dimensione maggiore hanno subito un calo più netto, passando da una crescita del 15% in base annua nell'autunno del 2007 ad una contrazione di circa il 4% a gennaio 2010 (quasi 20% in meno); le imprese più piccole, invece, nonostante siano giunte ad una contrazione analoga di qualche punto percentuale, sono state relativamente meno colpite perché partivano da una crescita su base annua inferiore (6-7% circa).

Se, invece, si osservano le cose dal punto di vista della dimensione bancaria, si nota che il più forte rallentamento del credito erogato è relativo agli intermediari più grandi.

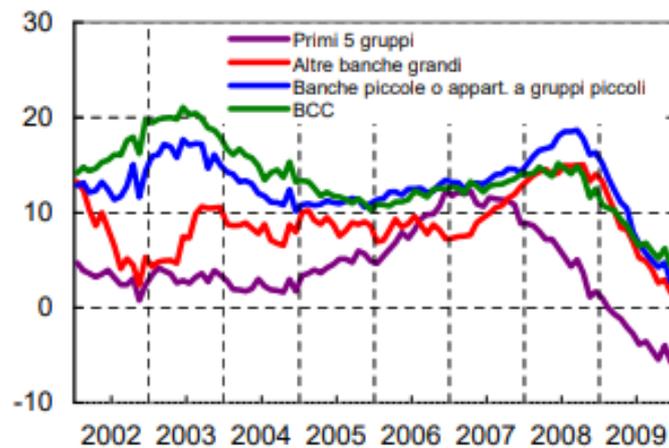


Figura 12 - Prestiti erogati in base alla dimensione bancaria

## 4.2 LA DOMANDA DI CREDITO BANCARIO

L'analisi della Banca d'Italia per quanto riguarda la domanda di credito è basata sulle analisi di Casolaro et al. (2006) per quanto riguarda la domanda di prestiti da parte delle imprese e sulle analisi di Casolaro e Gambacorta (2005) per quanto riguarda la domanda di mutui. In questo studio la domanda delle imprese viene relazionata con il fabbisogno finanziario, con l'andamento del PIL e con il costo-opportunità dei prestiti rispetto a forme di finanziamento alternative.

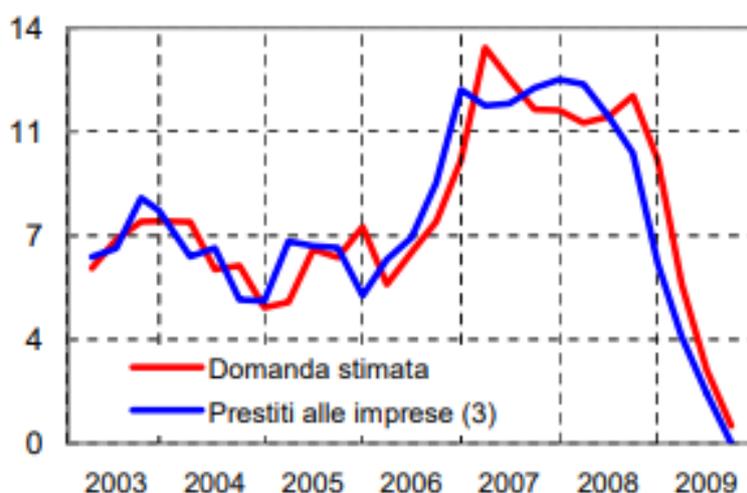


Figura 13 - Andamento della domanda di credito delle imprese in relazione ai prestiti concessi<sup>22</sup>

Come si può osservare dal grafico e dagli studi di Casolaro et al., il rallentamento del credito alle imprese ha coinciso con un rallentamento della domanda.

<sup>22</sup> Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia e Istat; F. Panetta e F.M. Signoretti, Questioni di Economia e Finanza – Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria, 2010.

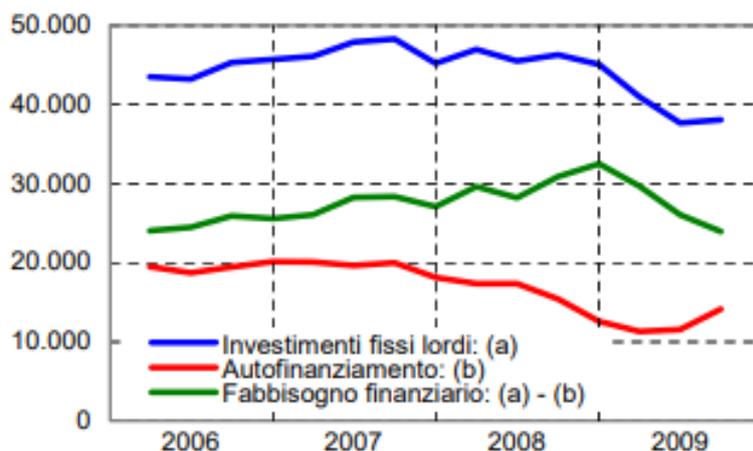


Figura 14 - Fabbisogno finanziario<sup>23</sup>

In termini di fabbisogno finanziario<sup>24</sup>, invece, possiamo concludere che sia stato in aumento fino al 2009, e poi abbia presentato un netto calo a conseguenza della netta contrazione degli investimenti.

## 5. QUADRO DELLA SITUAZIONE ITALIANA IN PERIODO COVID-19 E CONFRONTO CON L'ESTERO

«La recessione innescata dalla pandemia di Covid-19 ha caratteristiche peculiari che la distinguono da tutti gli episodi precedenti che hanno colpito l'economia italiana, incluse la crisi finanziaria globale e quella dei debiti sovrani. La diffusione dei contagi, le misure necessarie ad arginarli e l'elevata incertezza hanno interessato sia la domanda sia l'offerta; hanno coinvolto i comparti produttivi in modo

<sup>23</sup> Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia e Istat; F. Panetta e F.M. Signoretti, Questioni di Economia e Finanza – Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria, 2010.

<sup>24</sup> Per fabbisogno finanziario si intende la quantità di mezzi monetari necessaria per l'acquisto di fattori produttivi che devono essere impiegati nell'attività di produzione.

fortemente eterogeneo; hanno determinato mutamenti rapidi e persistenti nei comportamenti di famiglie e imprese.»<sup>25</sup>

Tra la fine dell'anno 2019 e l'inizio del 2020 il mondo è stato sconvolto dalla SARS-COV-2, alias Covid-19, un virus della famiglia dei coronavirus caratterizzato da un'elevata contagiosità. L'11 marzo 2020 l'Organizzazione Mondiale della Sanità dichiara lo stato di Pandemia. Questo a testimonianza del fatto che tutto il mondo sarà soggetto alle conseguenze del virus.

In questo contesto, nel 2020, in Italia si registra un'importante caduta del numero delle imprese dovuto da una minore natalità e da un elevato tasso di uscita dal mercato<sup>26</sup> e, mentre per l'industria si è registrata comunque una notevole ripresa, per i servizi la situazione rimane più complicata a causa del timore per i contagi. Come già avvenuto per la crisi finanziaria globale e per la crisi dei debiti sovrani le imprese hanno reagito riducendo in modo considerevole gli investimenti. La pandemia ha però anche accelerato il processo di digitalizzazione del sistema produttivo, il che potrebbe avere interessanti effetti nel tentare di ridurre il ritardo dell'Italia in questo campo.

Dal punto di vista del finanziamento delle imprese, si è rilevato che nel 2020 è aumentato l'indebitamento, interrompendo una tendenza di riduzione che proseguiva dal 2011. La leva finanziaria è cresciuta di due punti percentuali rispetto al 2019, a causa della flessione del valore di mercato del patrimonio.

---

<sup>25</sup> Relazione annuale della Banca d'Italia; 2020

<sup>26</sup> Nonostante i provvedimenti di sostegno alla liquidità, i trasferimenti a fondo perduto e la moratoria sui fallimenti abbiano ridotto in percentuale le cessazioni di impresa.

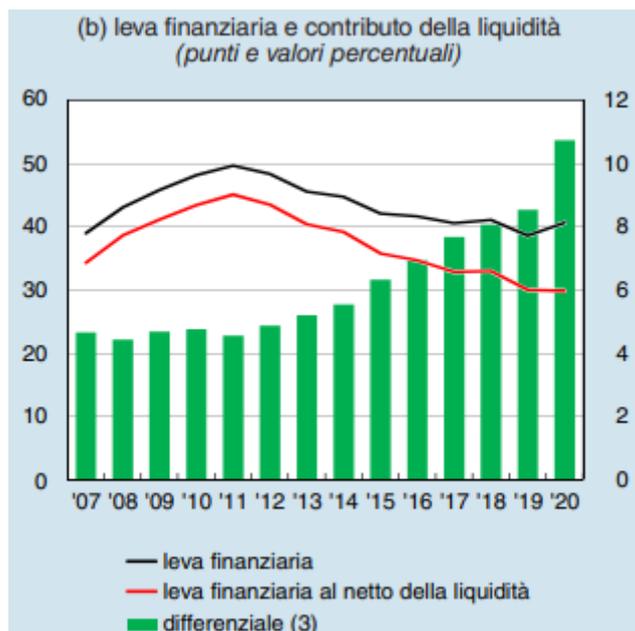


Figura 15 - andamento della leva finanziaria di imprese non finanziarie negli anni - dati della Banca d'Italia e della BCE

Tra i settori gli andamenti sono piuttosto eterogenei, con aumenti di debito più marcati per le imprese di quei settori maggiormente colpiti dalle misure restrittive come la ristorazione o l'intrattenimento.

Secondo un'intervista dell'indagine Invind<sup>27</sup> «Circa un terzo delle società intervistate [...] si attende nel 2021 un incremento dell'indebitamento di almeno 3 punti percentuali rispetto a inizio 2020»<sup>28</sup>, il 10% ha invece in programma di attuare una strategia di ripatrimonializzazione mediante apporto di capitali da soci attuali. Il ribilanciamento delle fonti di finanziamento a favore dei mezzi propri è più rilevante per le imprese di minore dimensione, più esposte al persistere di squilibri.

<sup>27</sup> Indagini sulle imprese industriali e dei servizi

<sup>28</sup> Relazione annuale della Banca d'Italia, 2020

Una elevata leva finanziaria, calcolata come il rapporto tra i debiti finanziari di un'impresa e la somma tra i debiti stessi e il suo patrimonio netto, può ridurre la capacità di investimento o di rimborso debiti di una impresa, con conseguenti effetti negativi sulla crescita economica. Analizzare l'andamento del leverage può servire, soprattutto in periodo pandemico, a valutare gli interventi necessari volti a rafforzare la struttura finanziaria di un settore. Nel 2020 i finanziamenti erogati alle imprese da parte di banche e altre imprese finanziarie sono aumentati del 7,4% annui<sup>29</sup>. Risulta anche che la crescita è stata più alta per le aziende di maggiore dimensione e per le imprese del settore manifatturiero e dei servizi.

---

<sup>29</sup> Dati forniti dalla relazione di fine anno del 2020 della Banca d'Italia

VOCI	Variazioni percentuali su 12 mesi				cumulata
	2018	2019	2020	mar-21	mar-21
<b>attività economica</b>	banche				
manifattura	2,7	-0,2	12,5	9,8	24,2
costruzioni	-2,1	-3,9	2,1	2,6	11,3
servizi	4,3	-1	11,4	7,5	38,5
attività immobiliari	-3,5	-4,3	-0,4	0,2	9,2
altro	-2,7	-3,3	3,6	3,9	8,7
<b>dimensione</b>					
imprese piccole <sup>30</sup>	-1	-2,3	6,8	8,9	16,5
imprese grandi	1,8	-1,7	8,7	5,8	75,4
<b>totale</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>8,4</b>	<b>6,3</b>	<b>91,9</b>
	società finanziarie				
leasing	-3,4	-6,9	-2,1	-0,4	5,2
factoring	8,5	-4,4	-3,3	-5,3	2,1
altri finanziamenti	0,8	25,4	0,4	5,2	0,8
<b>totale</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>8,1</b>
	banche e società finanziarie				
<b>totale</b>	<b>1,2</b>	<b>-2</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>	<b>100</b>

Tabella 1 - Dati di fine periodo del credito alle imprese<sup>31</sup>

## 5.1 MISURE DI SOSTEGNO FINANZIARIO E CREDITO ALLE IMPRESE DURANTE LA PANDEMIA

Nel corso del 2020 le misure di sostegno finanziario alle imprese varate dal Governo si sono concentrate sul potenziamento dei programmi di garanzie pubbliche sui prestiti<sup>32</sup> e sull'introduzione *ex lege* di una moratoria dei debiti<sup>33</sup>.

<sup>30</sup> Società in accomandita semplice, in nome collettivo, società semplici, società di fatto, e imprese individuali con un numero di dipendenti inferiore a 20.

<sup>31</sup> Fonte: segnalazioni di vigilanza.

<sup>32</sup> Il sistema di copertura statale sui prestiti, ampliato con il DL 18/2020 (decreto Cura Italia) e con il DL 23/2020 (decreto Liquidità) ha potenziato l'operatività del Fondo Centrale di garanzia per le PMI.

<sup>33</sup> L'art. 56 del DL 18/2020 ha introdotto una moratoria per le PMI prevedendo inizialmente la possibilità di ottenere, fino a fine settembre 2020: la proroga dei prestiti in scadenza, la sospensione del pagamento delle rate, il congelamento dei finanziamenti revocabili, come le aperture di credito in conto corrente.

Questi interventi hanno limitato in modo efficace il fabbisogno di liquidità delle aziende e hanno sostenuto l'espansione del credito durante la pandemia, evitando il fenomeno del credit crunch<sup>34</sup>.

«Nel 2020 i finanziamenti bancari alle imprese sono cresciuti di oltre l'8% [...]. Il credito è aumentato inizialmente per le società medio-grandi e, a partire da giugno, anche per le aziende di minore dimensione, invertendo la fase di contrazione in corso da molti anni. L'espansione ha interessato i prestiti a lungo termine; sono invece lievemente diminuiti quelli a breve, riflettendo anche la scelta delle aziende di disporre di una fonte di finanziamento più stabile in una fase caratterizzata da elevata incertezza sulle prospettive economiche.»<sup>35</sup>. In assenza di interventi di sostegno la crisi pandemica si sarebbe tradotta in una significativa restrizione creditizia per le imprese di minore dimensione e in un più difficile accesso al credito per le aziende medie.

L'accesso al credito è stato favorito, oltre che dalle agevolazioni pensate dal Governo, anche dalla discesa dei tassi di interesse, che ha riflesso la politica monetaria espansiva e il calo dei premi per il rischio agli intermediari: il differenziale tra i tassi applicati alle aziende più rischiose rispetto a quelle più solide vale solo 2,1 punti percentuali.

---

<sup>34</sup> Stretta creditizia. Indica una restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari nei confronti delle imprese, in presenza di una domanda di finanziamenti insoddisfatta.

<sup>35</sup> Relazione annuale della Banca di Italia, 2020

## 5.2 PROSEGUIMENTO DELLA PANDEMIA: NUOVE ONDATE DEL 2021

Nel 2021 la crescita dei prestiti al settore privato si è stabilizzata a valori prossimi a quelli pre-pandemici. A luglio il tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti bancari si è assestato al 3%<sup>36</sup>. Il credito alle imprese (così come alle famiglie) ha continuato a beneficiare delle condizioni favorevoli di finanziamento e della ripresa economica in atto. Il tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti alle imprese è leggermente diminuito dall' 1,8% di giugno all' 1,7% di luglio. Questa lieve diminuzione è dovuta al fatto che durante il primo periodo della pandemia i prestiti ottenuti sono stati cospicui.

«I costi della raccolta bancaria per le banche dell'area euro sono rimasti al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, sostenuti dalle misure di politica monetaria della BCE»<sup>37</sup>. Il costo del finanziamento via debito è sceso raggiungendo minimi storici a seguito di diversi fattori. In primis, è stato riassorbito un aumento della inclinazione della curva dei rendimenti, cosa che aveva provocato nella prima metà del 2021 un aumento del costo del finanziamento obbligazionario, in secondo luogo, le banche hanno applicato a inizio pandemia un tasso di interesse negativo su quote crescenti di depositi societari; poi, operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine hanno contribuito a un ulteriore allentamento delle condizioni di finanziamento; infine, anche il programma Next Generation EU<sup>38</sup> è favorevole in quanto dovrebbe portare a una ripresa più rapida e più uniforme in tutta l'area euro.

---

<sup>36</sup> Dati Bollettino economico numero 6/2021 della BCE.

<sup>37</sup> Bollettino economico numero 6/2021 della BCE.

<sup>38</sup> Strumento europeo volto ad aiutare, attraverso investimenti, i Paesi membri a seguito delle perdite dovute alla crisi sanitaria. I settori principalmente interessati sono ecologia e sanità.

Per quanto riguarda il tasso di interesse sui finanziamenti bancari alle SNF<sup>39</sup> possiamo dire che nella prima metà del 2021 è rimasto praticamente costante intorno all'1,47% a livello europeo, mentre in Italia c'è stato un calo più netto: da essere intorno all'1,5% di gennaio fino ad arrivare praticamente all'1,3% a luglio. Anche in questo caso è grazie alle politiche di sostegno se si è evitato un forte inasprimento generalizzato alle condizioni di finanziamento.

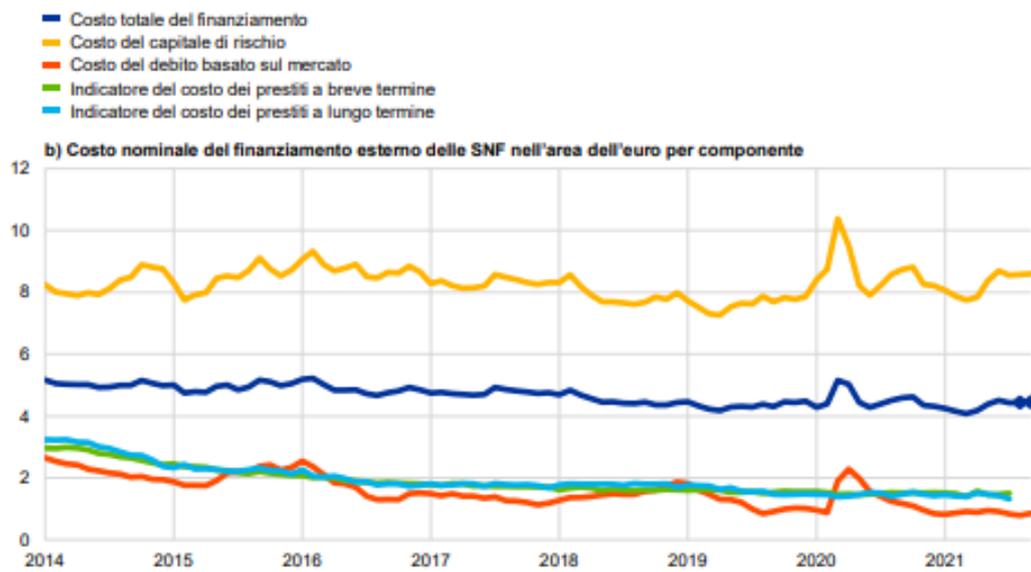
I volumi complessivi di finanziamento esterno sono diminuiti tra marzo e giugno 2021. Sebbene i flussi di finanziamento esterno abbiano continuato a beneficiare delle agevolazioni il tasso di crescita sul finanziamento esterno in ragione d'anno è praticamente dimezzato, dal 4,3% di marzo al 2,2% di giugno. In questo periodo, infatti, è aumentata l'emissione netta di azioni mentre i flussi di finanziamento esterno sono diminuiti a causa della moderazione dei prestiti bancari alle imprese. In più le imprese, in questo contesto, hanno sostituito sempre di più il finanziamento a breve termine con strumenti più a lungo termine.

A partire da aprile 2021 il costo nominale complessivo del finanziamento alle SNF è aumentato a causa del più elevato costo del capitale di rischio: l'aumento del premio per il rischio azionario ha superato in valore assoluto il calo dei tassi privi di rischio. L'andamento delle varie voci che competono al costo totale del finanziamento è rappresentato nella figura<sup>40</sup> sottostante.

---

<sup>39</sup> Società non finanziarie

<sup>40</sup> Bollettino Economico n.6/2021 della BCE. Fonti Eurostat, Dealogic, BCE, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters e stime della BCE.



*Figura 16 - costo nominale del finanziamento delle SNF nell'Area Euro*

## 6. IL SETTORE DEL TURISMO

### 6.1 IL SETTORE TURISTICO E LA PANDEMIA DI COVID 19

Tra il 2010 e il 2019 in Italia le presenze turistiche erano aumentate dell'1,5% annuo<sup>41</sup> (2,1% nel Nord-Ovest). Nel 2020 la pandemia ha causato una notevole flessione dei flussi turistici in Italia. Durante quell'anno gli arrivi internazionali in tutto il mondo sono calati del 74%<sup>42</sup> (circa un milione in meno rispetto al 2019). L'Italia, in particolare, è stato uno dei Paesi più colpiti: a causa della paura dei contagi e delle misure di contenimento i flussi del turismo erano stati prossimi allo zero durante il primo trimestre del 2020. Un leggero miglioramento della condizione sanitaria nel secondo trimestre dell'anno stesso, nonostante l'Italia abbia beneficiato in misura maggiore della ripresa del turismo estero rispetto ad altri Paesi dell'Europa meridionale, non ha sfociato in una ripresa netta del settore, i quali flussi rimanevano ancora la metà alla situazione pre-pandemica. La seconda ondata che si è presentata a fine estate 2020 ha poi di nuovo fermato il turismo fino a novembre dell'anno stesso. La crisi pandemica si è riflessa in un deterioramento delle condizioni occupazionali e in una contrazione del fatturato più marcati rispetto agli altri settori, e questo ha portato a una maggiore domanda di risorse finanziarie e un aumento dei finanziamenti; in più, a differenza degli altri settori, «la crescita dei prestiti ha interessato anche le imprese che, alla vigilia della pandemia, erano caratterizzate da condizioni di bilancio meno solide»<sup>43</sup>. Fortunatamente la crisi finanziaria non ha causato una diminuzione del numero di imprese attive grazie ai numerosi sostegni alle imprese, tra cui moratoria sui fallimenti, agevolazioni fiscali

---

<sup>41</sup> Fonte: ISTAT; <sup>41</sup> C. Demma, *il settore turistico e la pandemia di Covid-19*, 28 settembre 2021.

<sup>42</sup> Dati del World Tourism Organization, 2020.

<sup>43</sup> C. Demma, *il settore turistico e la pandemia di Covid-19*, 28 settembre 2021.

e contributi a fondo perduto. Nonostante nel periodo pre-pandemia il numero di occupati fosse cresciuto in maggior misura rispetto al resto dell'economia e nonostante gli indicatori di bilancio delle imprese del settore fossero progressivamente migliorati, queste stesse imprese erano caratterizzate da un maggior livello di indebitamento e da una minore liquidità rispetto ad altri comparti. La maggiore necessità di finanziamenti bancari del 2020 per evitare che la mancanza di liquidità si trasformasse in insolvenza, quindi, partendo da una leva finanziaria mediamente maggiore, potrebbe comportare un rischio in futuro di un eccessivo peso del debito. «Il più elevato incremento, rispetto agli altri settori, dei prestiti *in bonis* classificati allo stadio 2 sulla base del nuovo principio contabile IFRS 9 e del tasso di copertura dei crediti deteriorati confermano l'aumento del rischio di credito percepito dalle banche<sup>44</sup>».

#### 6.1.1. CONTRIBUTI ALLE IMPRESE PER IL SETTORE

Nel 2020, in relazione all'emergenza Covid-19 la tesoreria ha pagato direttamente alle imprese quasi 10 miliardi, per un totale di oltre 3,1 milioni di pagamenti<sup>45</sup>. I pagamenti, concentrati nei bimestri giugno-luglio e novembre-dicembre 2021, hanno riguardato i sussidi disposti dal MiBACT<sup>46</sup> a favore degli operatori della cultura e del turismo. Il decreto "Agosto", in particolare, era finalizzato a sostenere le attività economiche e commerciali dei centri storici, colpite dalla crisi del

---

<sup>44</sup> C. Demma, *il settore turistico e la pandemia di Covid-19*, 28 settembre 2021.

<sup>45</sup> P. Venditti, I. Salvati, *L'emergenza sanitaria: il sostegno a lavoratori, famiglie e imprese erogato attraverso la tesoreria dello Stato*, 25 Febbraio 2021.

<sup>46</sup> Ministero dei Beni e delle Attività Culturali e del Turismo.

turismo. In questo modo sono stati erogati 87,3 milioni a poco più di 35 mila imprese<sup>47</sup>.

La commissione Europea ha poi creato una guida dettagliata sui programmi di finanziamento dedicati al settore turistico previsti nell'ambito del quadro finanziario 2021-2027 e del piano di finanziamento per la ripresa economica degli Stati Europei Next Generation EU<sup>48</sup>. Questo fondo Next Generation è un pacchetto di ripresa economica fornito dall'Unione Europea a sostegno degli Stati Membri colpiti fortemente dalla pandemia. Approvato dal Consiglio Europeo del 21 luglio 2020, il fondo vale 750 miliardi di euro.

Negli ultimi cinque anni l'Unione Europea ha attivato numerose linee di finanziamento per sostenere il settore del turismo. I finanziamenti europei per il turismo sono un investimento fondamentale per l'economia comunitaria, in modo particolare in ottica dell'uscita dalla crisi finanziaria causata dalla pandemia. In questi termini il PNRR<sup>49</sup> sostiene ed affianca, con nuovi progetti, tutti i finanziamenti e i programmi UE per il settore turistico comunitario e nazionale. Le principali linee di finanziamento europee per questo settore sono le seguenti: Europa creativa per il sostegno ai settori culturali e delle arti creative; Europa digitale per l'innovazione e la trasformazione digitale; Erasmus+ per la formazione accademica e professionale; Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale per investimenti in connettività e per investimenti in infrastrutture fisiche e tecnologiche e dei servizi nelle aree rurali; Fondo europeo per gli affari marittimi,

---

<sup>47</sup> Elaborazione dei dati della Tesoreria dello Stato. P. Venditti, I. Salvati, *L'emergenza sanitaria: il sostegno a lavoratori, famiglie e imprese erogato attraverso la tesoreria dello Stato*, 25 Febbraio 2021.

<sup>48</sup> Chiave dell'iniziativa Next Generation EU è il Recovery Fund

<sup>49</sup> Piano nazionale di ripresa e resilienza.

la pesca e l'acquacoltura per la tutela della biodiversità acquatica, pesca e acquacoltura a basso impatto; Fondo europeo di sviluppo regionale e Fondo di coesione per rafforzare la sostenibilità ambientale e socioeconomica oltre che la resilienza del turismo a lungo termine nelle regioni; il Fondo Sociale europeo+ per favorire nuovi posti di lavoro e l'attuazione dei diritti sociali; Orizzonte Europa per stimolare la ricerca e l'innovazione; Invest EU per favorire competitività e sostenibilità; Fondo per una transazione giusta per aiutare la transazione verso una *Green Economy*; Programma Life per finanziare progetti di economia circolare<sup>50</sup> a basso impatto ambientale; REACT-EU per sostenere la ripresa economica post-pandemica nell'ambito della Next Generation EU; Programma per il mercato unico per sostenere la competitività delle imprese e sostenere l'accesso al mercato unico<sup>51</sup> e, infine, Sostegno della banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo per programmi di finanziamento, di cui tre nel settore turistico.

---

<sup>50</sup> Per economia circolare si intende «un modello di produzione e consumo che implica condivisione, prestito, riutilizzo, riparazione, ricondizionamento e riciclo dei materiali e prodotti esistenti il più a lungo possibile. In questo modo si estende il ciclo di vita dei prodotti, contribuendo a ridurre i rifiuti al minimo.», definizione del Parlamento Europeo.

<sup>51</sup> Per mercato unico si intende «un'unione doganale con politiche comuni sulla regolamentazione dei prodotti, dei tre fattori di produzione (terra, capitale e lavoro) e di impresa, che rappresenta il quarto stadio dell'integrazione economica.», definizione Wikipedia.

## 6.2 CONDIZIONI ECONOMICO-FINANZIARIE DEL SETTORE DEL TURISMO.

Tra il 2010 e il 2019 gli indicatori di bilancio delle imprese del settore turistico si sono progressivamente rafforzati. In termini di fatturato, seguendo i risultati di un'analisi su un campione di quasi 117mila società di capitali del settore turistico<sup>52</sup>, c'è stato un aumento del 3,4% in media d'anno a livello nazionale. Durante il decennio 2010-2019 l'aumento del fatturato medio delle imprese del settore turistico è stato più marcato rispetto a quello delle aziende di altri settori.

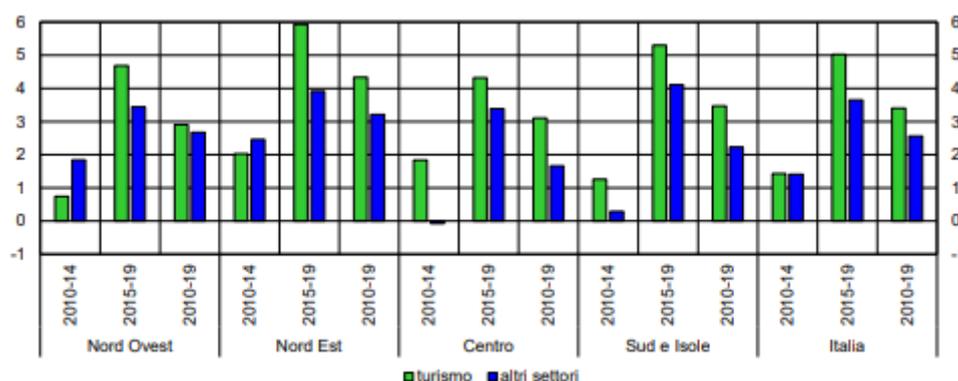


Figura 17 – Variazioni percentuali medie annue del fatturato medio delle imprese<sup>53</sup>

Per ogni periodo il tasso di variazione medio annuo del fatturato è calcolato come media dei tassi di variazione annui computati sulla base di campioni a scorrimento annuale di società di capitali i cui bilanci sono registrati negli archivi Cerved agli anni  $t$  e  $t-1$ .

Sempre tra il 2010 e il 2019 il settore turistico ha potuto contare su una crescita dei ricavi accompagnata a un aumento della redditività operativa<sup>54</sup> e della redditività

<sup>52</sup> Società presenti negli archivi Cerved.

<sup>53</sup> Elaborazione sui dati Cerved; C. Demma, *il settore turistico e la pandemia di Covid-19*, 28 settembre 2021.

<sup>54</sup> Calcolata come rapporto tra margine operativo e attivo.

netta<sup>55</sup> più accentuato rispetto ad altri settori. Gli indici di redditività, tuttavia, sono stati mediamente inferiori rispetto agli altri comparti a livello nazionale. In contemporanea, sono migliorate anche le condizioni di liquidità delle imprese. In rapporto all'attivo di bilancio, l'ammontare delle disponibilità liquide è aumentato dal 4,8% al 7,7%<sup>56</sup>. Nonostante la progressiva flessione del leverage e il progressivo aumento delle disponibilità liquide, la leva finanziaria del settore rimane comunque maggiore rispetto agli altri comparti, così come la liquidità rimane in una condizione peggiore.

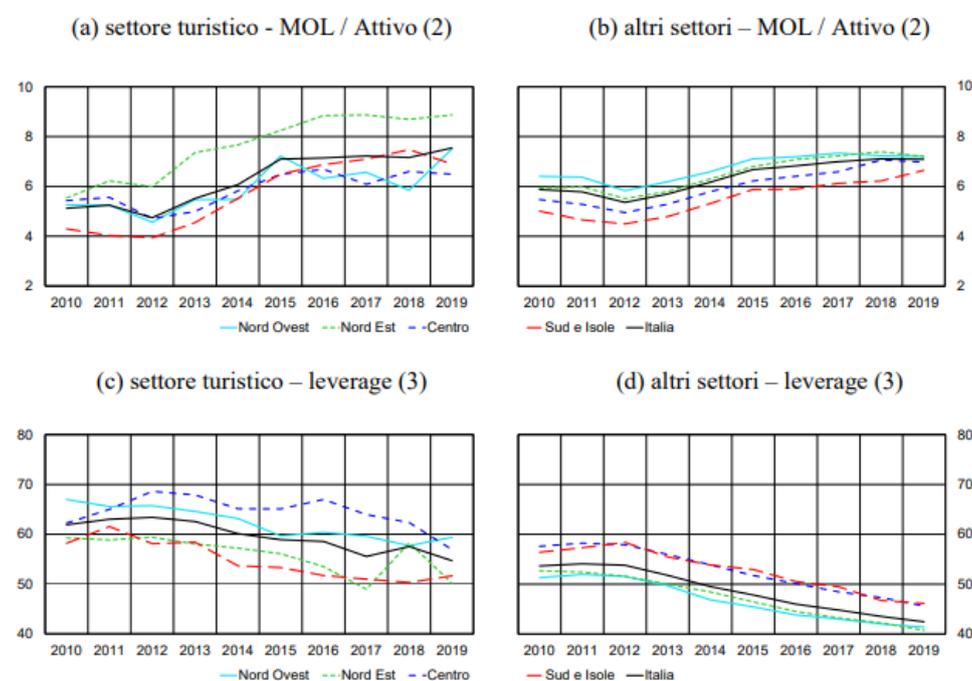


Figura 18 - valori percentuali di redditività e leverage delle imprese.<sup>57</sup>

<sup>55</sup> Calcolata come rapporto tra utili netti e attivo.

<sup>56</sup> Elaborazione sui dati Cerved; C. Demma, *il settore turistico e la pandemia di Covid-19*, 28 settembre 2021.

<sup>57</sup> Elaborazione sui dati Cerved; C. Demma, *“il settore turistico e la pandemia di Covid-19”*, 28 settembre 2021.

La pandemia ha avuto notevoli ripercussioni sull'economia del settore del turismo, in particolare il fatturato medio è crollato del 40% (circa 4 volte il calo registrato per la media delle imprese, che risulta dell'11%<sup>58</sup>).

### 6.3 I FINANZIAMENTI AL SETTORE TURISTICO

Tra il 2010 e il 2019 la dinamica dei prestiti concessi dalle banche e dalle società finanziarie alle imprese del settore del turismo è stata debole. L'andamento è stato eterogeneo a livello territoriale e temporale e ha visto una riduzione del credito a un tasso medio annuo dello 0,8%; in maniera diversa l'andamento per gli altri settori è stato più omogeneo territorialmente e temporalmente, e il credito ha visto un tasso medio annuo di riduzione dell'1,3%<sup>59</sup>.

La forte domanda di fondi dovuta al calo della liquidità causato dalla riduzione del fatturato è stata soddisfatta dall'aumento del credito. In particolare, la dinamica dei prestiti è stata spinta dall'ampio ricorso delle imprese alle misure di sostegno indotte dal governo nazionale. Si nota, infatti, che alla fine del 2020 il 79,4% (il 20% in più rispetto agli altri settori) delle imprese del comparto turistico censite da AnaCredit utilizzava almeno una delle misure di sostegno. In maniera analoga, oltre il 40% delle imprese, già alla fine di giugno aveva beneficiato dell'adesione alle moratorie. L'accesso ai prestiti assistiti da garanzie pubbliche, invece, ha avuto un andamento più graduale, fino ad interessare il 70% delle imprese a fine 2020<sup>60</sup>.

---

<sup>58</sup> A. de Socio, S. Narizzano, T. Orlando; *“gli effetti della pandemia sui bilanci e sulla rischiosità delle imprese nei diversi settori di attività economica”*; Rapporto sulla stabilità finanziaria della Banca d'Italia, Aprile 2021.

<sup>59</sup> Elaborazione sui dati Centrale del Rischio; C. Demma, *“il settore turistico e la pandemia di Covid-19”*, 28 settembre 2021.

<sup>60</sup> Elaborazione sui dati AnaCredit; C. Demma, *“il settore turistico e la pandemia di Covid-19”*, 28 settembre 2021.

(a) quota delle imprese con prestiti in moratoria e/o prestiti con garanzie “Covid-19” (2)      (b) quota dei prestiti in moratoria e/o con garanzie “Covid-19” (3)

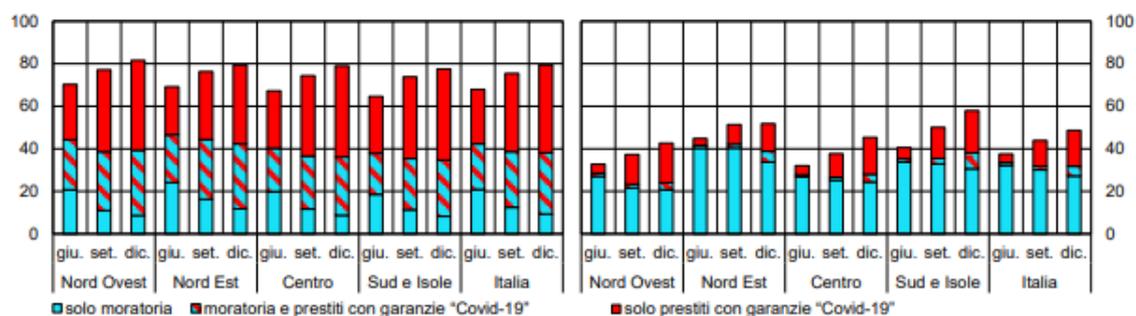


Figura 19 -Dati percentuali di fine periodo circa il Ricorso alle moratorie e alle garanzie pubbliche da parte delle imprese del settore turistico<sup>61</sup>

Sempre nel 2020, i finanziamenti alle imprese del settore del turismo considerate non rischiose sono aumentati in maniera molto marcata ma, diversamente dagli altri comparti, sono aumentati anche quelli alle imprese considerate rischiose, interrompendo una flessione cominciata da un decennio. Si noti tuttavia che la situazione di elevata incertezza macroeconomica del momento ha determinato un aumento del rischio di credito percepito dalle banche; questo si è riflesso sulla riclassificazione<sup>62</sup> dei prestiti in bonis e, per i crediti deteriorati, nell'aumento del tasso di copertura. Su un campione di finanziamenti analizzati da AnaCredit a fine 2020, il rapporto tra crediti classificati in stadio 2 e il totale dei crediti in bonis<sup>63</sup> è cresciuto esponenzialmente per le imprese del settore turistico mentre nel periodo pre-pandemia risultava analogo a quello degli altri comparti. L'incidenza dei prestiti valutati allo stadio 2, infatti, durante il 2020 è aumentata dal 13% al 32,9%

<sup>61</sup> Fonte: Elaborazione sui dati AnaCredit; C. Demma, “*il settore turistico e la pandemia di Covid-19*”, 28 settembre 2021. (2) quote delle imprese censite in AnaCredit che hanno fatto ricorso a moratorie e/o garanzie Covid-19. (3) quote dei prestiti censite in AnaCredit in moratoria e/o assistiti da garanzie Covid-19.

<sup>62</sup> Il nuovo principio contabile IFRS9 prevede che i prestiti siano classificati allo stadio 1 al momento della concessione, riclassificati allo stadio 2 se aumenta in maniera marcata il rischio di credito ad essi associato e infine nello stadio 3 se risultano deteriorati.

<sup>63</sup> In stadio 1 o stadio 2.

per il settore turistico, a fronte di un aumento dal 12% al 21,1% per le altre imprese<sup>64</sup>.

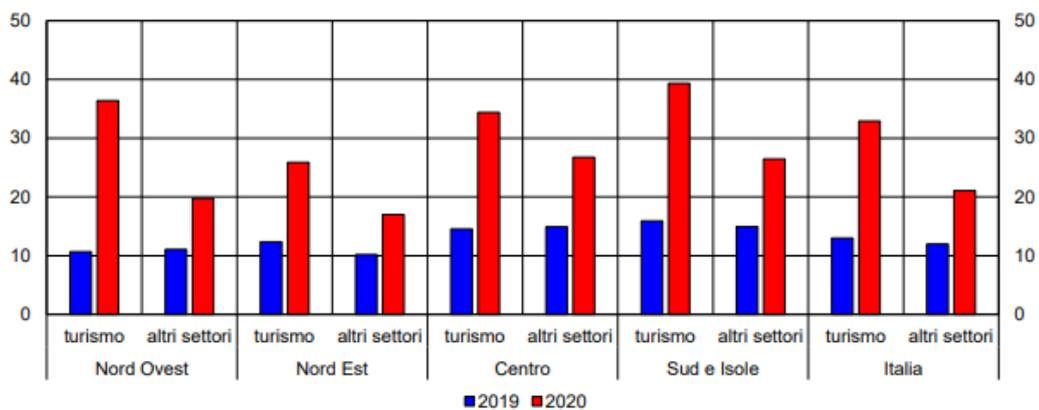


Figura 20 - Incidenza dei prestiti alle imprese considerate in stadio 2 (milioni di unità)

<sup>64</sup> Fonte: elaborazione sui dati AnaCredit; C. Demma, “il settore turistico e la pandemia di Covid-19”, 28 settembre 2021.

## 7. ANALISI DEL TERRITORIO: IL PIEMONTE NEL 2021

La pandemia di Covid-19 si è diffusa rapidamente in Piemonte, determinando forti ripercussioni sull'attività economica. La crisi pandemica ha avuto conseguenze differenziate tra i settori produttivi e, nonostante l'intensa ripresa nel corso dell'estate, la produzione e il fatturato medio delle aziende sono complessivamente scesi nel 2020. La riduzione delle esportazioni, inoltre, ha contribuito in maniera marcata a quello che è stato l'andamento economico e finanziario. La netta diminuzione dei ricavi ha portato ad un maggiore fabbisogno di liquidità il quale, tuttavia, è stato soddisfatto per gran parte dall'espansione del credito e dal dispiegarsi delle misure governative di sostegno alle imprese. Per quanto riguarda i finanziamenti bancari, «L'espansione, trainata dalla domanda in presenza di condizioni di offerta accomodanti, ha interessato tutte le classi dimensionali e le principali branche di attività economica.»<sup>65</sup>.

In base ad elaborazioni su dati Istat presenti nel sito della Banca d'Italia, nel 2020 la produzione industriale è diminuita di oltre il 13%, una riduzione più intensa della media nazionale.

---

<sup>65</sup> Economie regionali, L'economia del Piemonte. Rapporto annuale della Banca d'Italia, Giugno 2021.

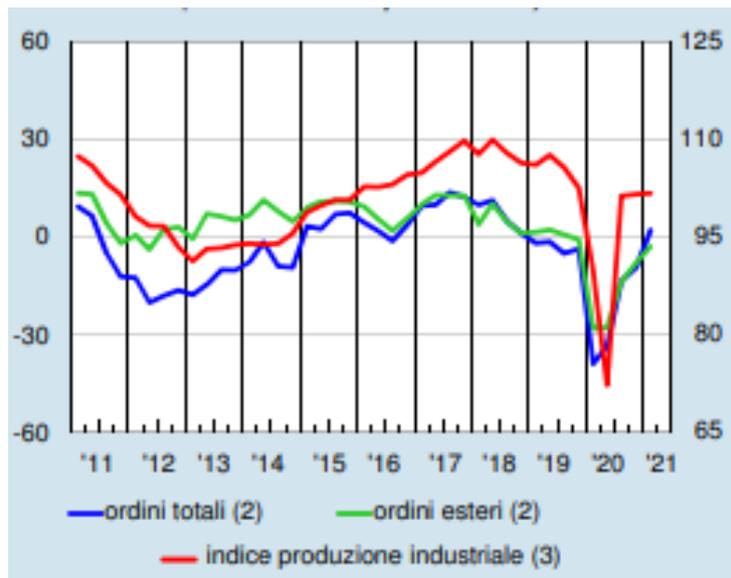


Figura 21 - produzione e ordini<sup>66</sup>

## 7.1 IL TURISMO IN PIEMONTE

Per riprendere il discorso del settore del turismo cominciato nel capitolo precedente, i flussi turistici hanno subito in Piemonte un drastico ridimensionamento: dopo l'azzeramento del periodo compreso tra marzo e maggio 2020 e il parziale recupero estivo, la dinamica è nuovamente peggiorata nell'autunno in corrispondenza dei nuovi vincoli sulla mobilità. Mediamente, sia gli arrivi sia i pernottamenti sono più che dimezzati<sup>67</sup>. Analogamente a quello che è stato l'andamento nazionale, anche per il Piemonte il turismo internazionale ha subito un calo più intenso di quello interno, rimanendo su livelli molto bassi addirittura anche nei mesi estivi.

<sup>66</sup> Fonte: elaborazione su dati Istat per l'indice della produzione industriale e Confindustria Piemonte per gli ordini. Dati trimestrali destagionalizzati. L'indice è calcolato ponderando gli indici settoriali sulla base del valore aggiunto regionale di ciascun settore.

<sup>67</sup> Fonte: Osservatorio del turismo della regione Piemonte. I dati fanno riferimento ai flussi registrati negli esercizi alberghieri ed extra alberghieri delle province della regione.

## 7.2 LE CONDIZIONI ECONOMICHE E FINANZIARIE

Secondo l'indagine della Banca d'Italia nel 2020 la redditività delle aziende dell'industria e dei servizi non finanziari si è marcatamente ridotta, risentendo del calo dei ricavi seguito alla crisi pandemica.

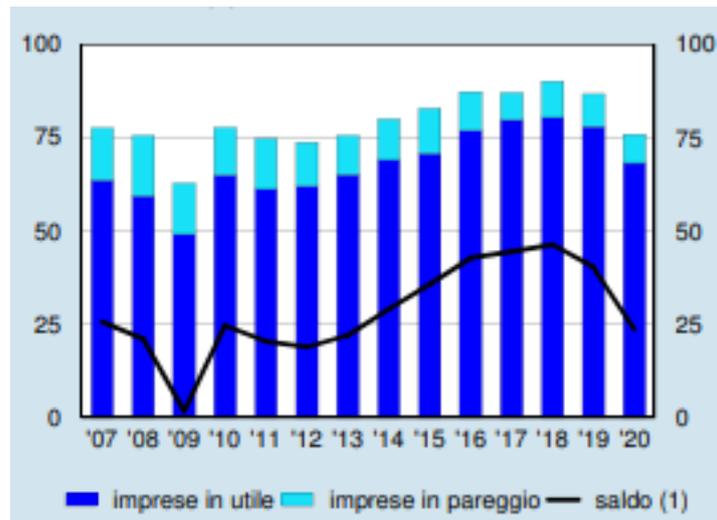


Figura 22 - Risultato di esercizio<sup>68</sup>

Come possiamo notare dal grafico il saldo tra la quota di imprese che hanno chiuso l'esercizio in utile e quella di coloro che hanno registrato una perdita è diminuito di circa 17 punti percentuali rispetto al 2019.

<sup>68</sup> Fonte: banca d'Italia, *indagine sulle imprese industriali e dei servizi* (Invind). I dati si riferiscono alle imprese piemontesi.

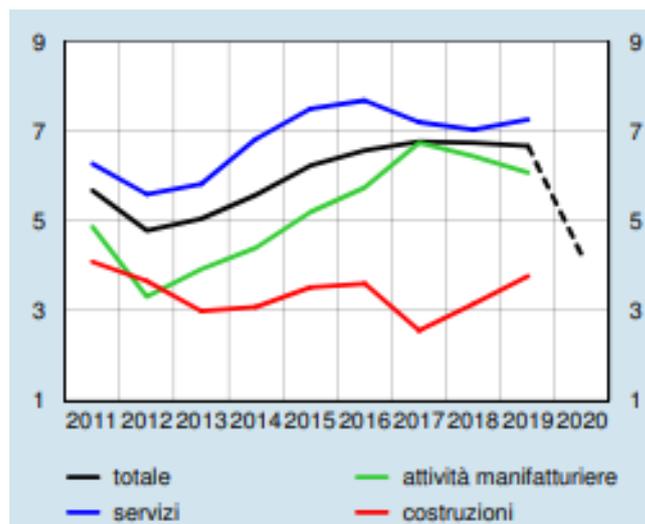


Figura 23 - margine operativo lordo<sup>69</sup>

Da questo altro grafico possiamo, invece, notare come su un campione di 21mila società di capitali, i cui bilanci erano presenti negli archivi Cerved del 2019 e che erano classificate come attive presso le Camere di commercio, il rapporto tra margine operativo lordo e attivo di bilancio sia sceso di circa 2,5 punti percentuali nel 2020, portandosi poco sopra il 4%.

### 7.3 I PRESTITI ALLE IMPRESE E I CANALI DI FINANZIAMENTO ALTERNATIVI AL CREDITO

Nel 2020 il credito bancario alle imprese è tornato a crescere anche grazie all'ampio ricorso alle misure di sostegno alla liquidità aziendale; le condizioni di offerta sono rimaste distese anche in conseguenza delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema<sup>70</sup>. Il credito è stato caratterizzato da un notevole incremento proseguito anche nel primo trimestre del 2021 (19,9% a marzo sui 12 mesi<sup>71</sup>) e ha continuato a riguardare tutte le classi dimensionali d'impresa e i principali settori.

<sup>69</sup> Fonte: elaborazioni sui dati Cerved. Campione aperto di società di capitali.

<sup>70</sup> Per Eurosistema si intende l'insieme delle Banche centrali dell'area Euro responsabili dell'attuazione della politica monetaria unica.

<sup>71</sup> Fonte: Note metodologiche ai rapporti annuali regionali sul 2020 la voce Prestiti Bancari.

I tassi medi di interesse applicati dalle banche sui prestiti a breve termine sono lievemente scesi così come il tasso annuo effettivo globale sulle nuove operazioni a più lungo termine.

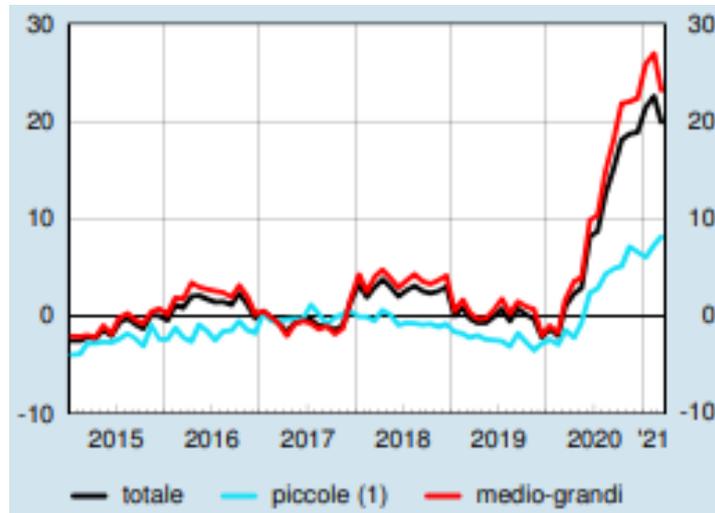


Figura 24 - Prestiti alle imprese per dimensione di impresa<sup>72</sup>

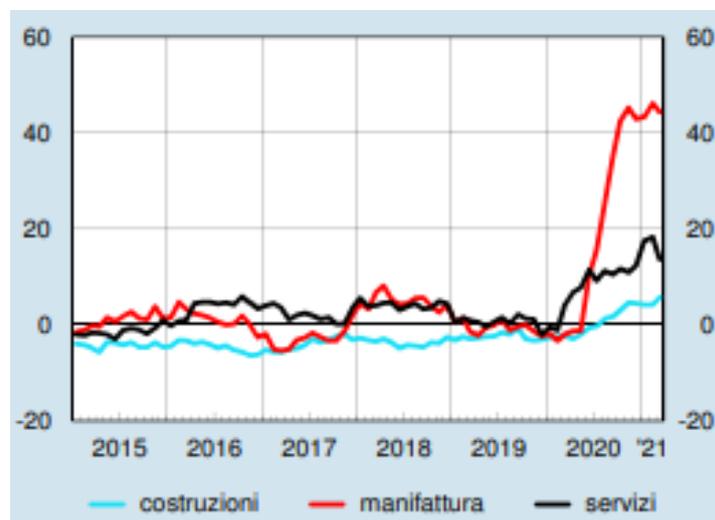


Figura 25 - Prestiti alle imprese per branca di attività economica<sup>73</sup>.

<sup>72</sup> Fonte: segnalazioni di vigilanza. Cfr. nelle Note metodologiche ai Rapporti annuali regionali sul 2020 la voce Prestiti bancari.

(1) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

<sup>73</sup> Fonte: segnalazioni di vigilanza. Cfr. nelle Note metodologiche ai Rapporti annuali regionali sul 2020 la voce Prestiti bancari.

La crescita dei finanziamenti dell'insieme di banche e società finanziarie si è concentrata, secondo un'analisi su un campione di circa 45mila società di capitali effettuata dalla Banca d'Italia, tra le imprese classificate come «sicure e vulnerabili»<sup>74</sup>. È proseguito invece il calo del credito alle imprese rischiose.

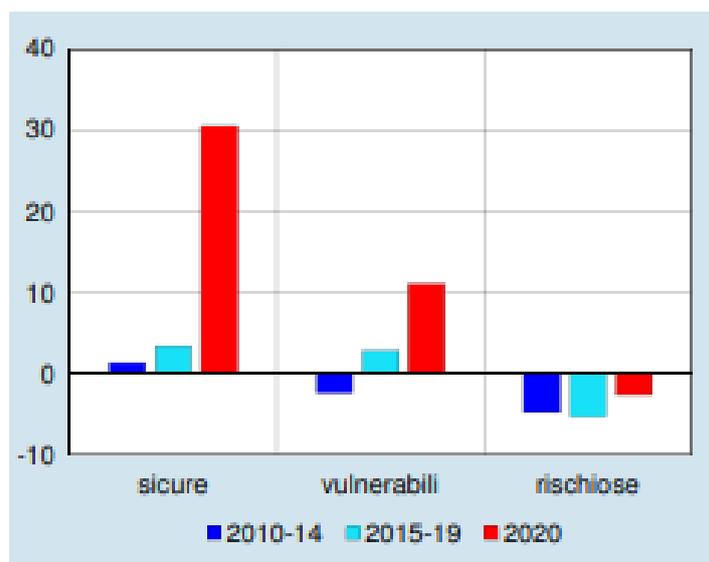


Figura 26 - Prestiti alle imprese per classe di rischio (dati di fine periodo in valori percentuali)<sup>75</sup>

«Il processo di diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese piemontesi ha subito un rallentamento nel 2020»<sup>76</sup>. Nel 2020 le società non finanziarie piemontesi hanno emesso obbligazioni per poco più di 5 miliardi di euro, con una raccolta netta negativa di più di 2 miliardi<sup>77</sup>.

<sup>74</sup> Economie regionali, L'economia del Piemonte. Rapporto annuale della Banca d'Italia, giugno 2021.

<sup>75</sup> Fonte: elaborazioni sui dati di Cerved e della Centrale dei Rischi. I dati sono riferiti alle segnalazioni di banche, società finanziarie e società veicolo di operazioni di cartolarizzazione.

<sup>76</sup> Economie regionali, L'economia del Piemonte. Rapporto annuale della Banca d'Italia, giugno 2021.

<sup>77</sup> Fonte: Anagrafe titoli e Dealogic. Riferimento alle obbligazioni quotate e non quotate, valutate al valore nominale ed emesse da società non finanziarie piemontesi, oppure da società finanziarie o estere facente parte di gruppi lombardi. Le emissioni nette sono pari alla differenza tra il valore dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati.

Le PMI hanno potuto inoltre godere del Fondo di garanzia per ottenere garanzie dirette sull'emissione di *minibond*<sup>78</sup>.

Negli ultimi anni i cambiamenti climatici e i passaggi a modelli di sviluppo sostenibili hanno assunto un'importanza crescente anche nel settore finanziario. Dal 2014, infatti, anno di prima definizione di un rating ESG<sup>79</sup> per le obbligazioni, al 28 febbraio 2021 sono stati emessi in Italia 60 ESG bond per 20 milioni di euro di importo. Le imprese piemontesi vi hanno contribuito in misura ridotta, solo per l'1% in termini di ammontare e per il 12% come numero di emissioni.

#### 7.4 IL MERCATO DEL CREDITO

Nel corso del 2020 la dinamica del credito bancario al settore privato non finanziario si è notevolmente irrobustita. Il tasso di crescita sui 12 mesi è salito a dicembre all'11% a fronte dello 0,1% di un anno prima<sup>80</sup>.

---

<sup>78</sup> I minibond sono un innovativo strumento di finanziamento per le imprese non quotate. Con questo strumento le imprese possono reperire fondi fornendo in cambio titoli di credito in favore di chi desidera credere nel loro progetto. Questo tipo di obbligazioni è studiato per le PMI dato che sono più facili e meno costose da emettere.

<sup>79</sup> Environmental, social, governance. È un rating di sostenibilità che serve come giudizio sintetico che certifica la solidità di un emittente, di un titolo o di un fondo dal punto di vista ambientale, sociale e di governance.

<sup>80</sup> Fonte: segnalazioni di vigilanza. Cfr. nelle Note metodologiche ai Rapporti annuali regionali sul 2020 la voce Prestiti bancari.

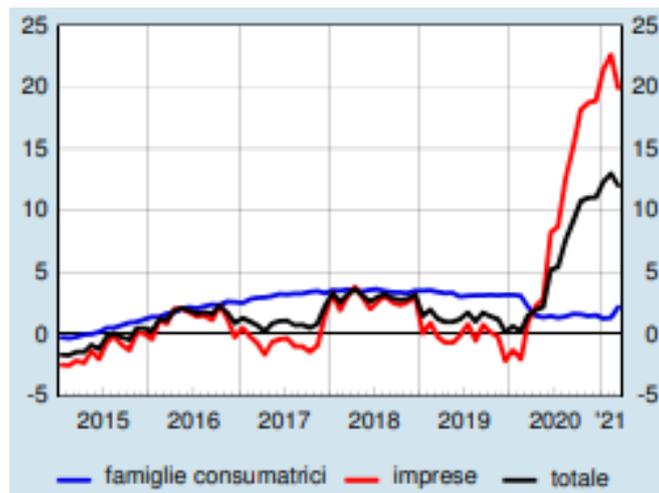


Figura 27 - Prestiti bancari al settore privato non finanziario (dati mensili, variazioni percentuali su 12 mesi)<sup>81</sup>

«Gli andamenti sono stati trainati principalmente da fattori di domanda, in presenza di condizioni di offerta complessivamente accomodanti, anche grazie alle misure di politica monetaria dell'Eurosistema»<sup>82</sup>.

Secondo le indicazioni fornite alla Banca d'Italia da un campione di banche operanti in Piemonte, la domanda di finanziamenti da parte delle imprese è cresciuta di quasi 0,5 punti percentuali nel 2020, riflettendo il grande fabbisogno di liquidità causato dalla crisi finanziaria.

<sup>81</sup> Fonte: segnalazioni di vigilanza. Cfr. nelle Note metodologiche ai Rapporti annuali regionali sul 2020 la voce Prestiti bancari.

<sup>82</sup> Economie regionali, L'economia del Piemonte. Rapporto annuale della Banca d'Italia, giugno 2021.

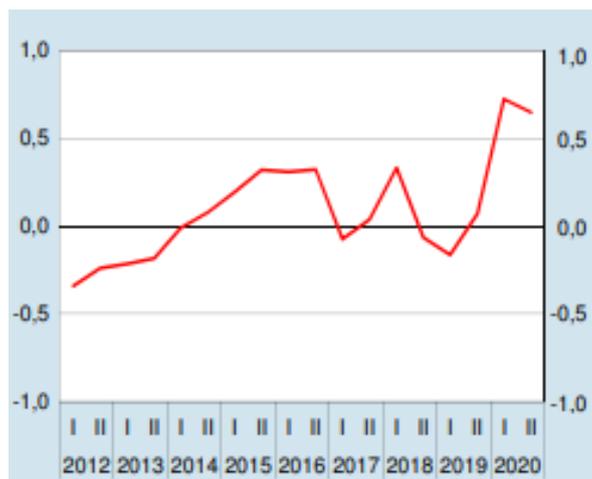


Figura 28 - Condizioni del credito alle imprese, andamento della domanda di credito<sup>83</sup>

«Tra le componenti che hanno sospinto la domanda prevalgono infatti quelle connesse al finanziamento del capitale circolante e al consolidamento delle posizioni pregresse»<sup>84</sup>.

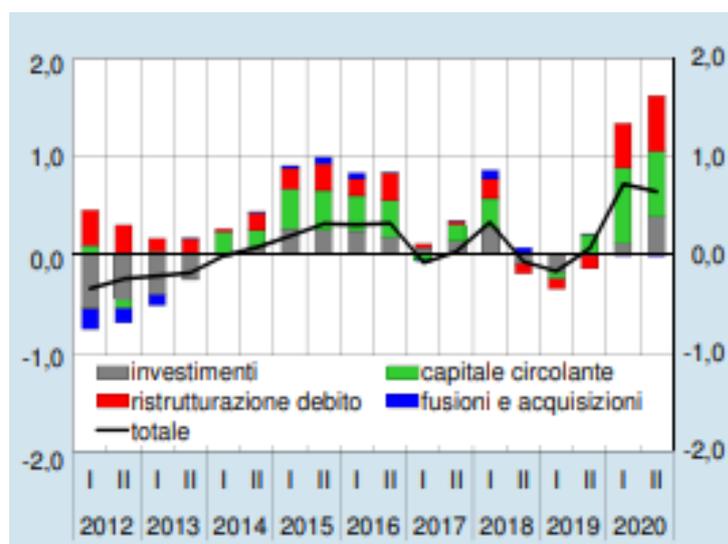


Figura 29 - determinanti della domanda di credito<sup>85</sup>

<sup>83</sup> Fonte: RBLS. Cfr. nelle Note metodologiche ai Rapporti annuali regionali sul 2020 la voce Indagine regionale sul credito bancario.

<sup>84</sup> Economie regionali, L'economia del Piemonte. Rapporto annuale della Banca d'Italia, giugno 2021.

<sup>85</sup> Fonte: RBLS. Cfr. nelle Note metodologiche ai Rapporti annuali regionali sul 2020 la voce Indagine regionale sul credito bancario.

Per quanto riguarda le condizioni di offerta praticate dalle banche alle imprese si nota un allentamento nel 2020 e non hanno subito particolari oscillazioni nel primo semestre del 2021.

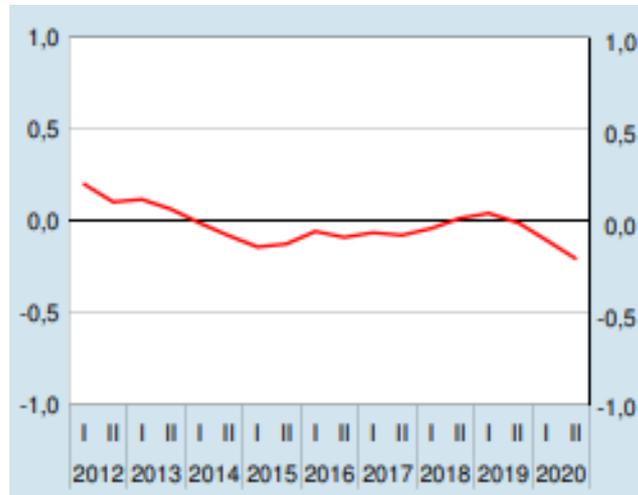


Figura 30 - andamento dell'offerta di credito<sup>86</sup>

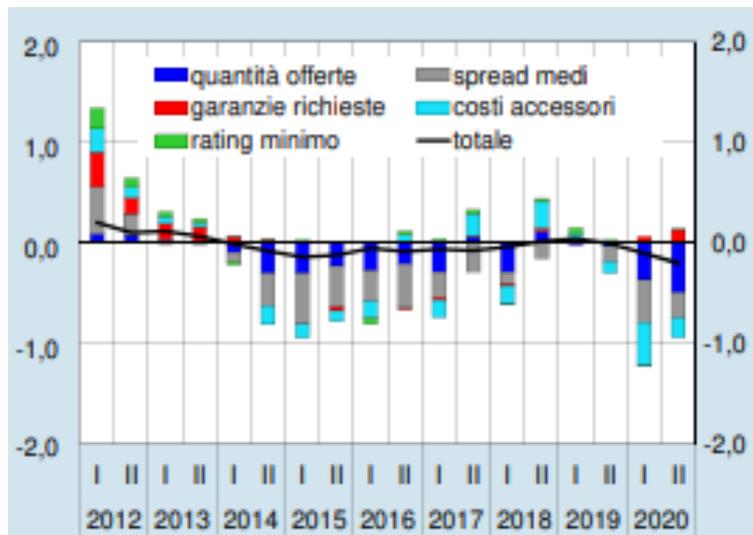


Figura 31 - modalità di restrizione<sup>87</sup>

<sup>86</sup> Fonte: RBLS. Cfr. nelle Note metodologiche ai Rapporti annuali regionali sul 2020 la voce Indagine regionale sul credito bancario.

<sup>87</sup> Fonte: RBLS. Cfr. nelle Note metodologiche ai Rapporti annuali regionali sul 2020 la voce Indagine regionale sul credito bancario.

La sostenuta espansione del credito è poi proseguita nel primo trimestre del 2021 fino a raggiungere il 12% a Marzo del 2021, grazie soprattutto al contributo dei finanziamenti alle imprese che sono aumentati del 19,9% a fronte del 2,2% dei finanziamenti alle famiglie.

Nel 2020 il flusso dei nuovi crediti deteriorati<sup>88</sup> in rapporto ai prestiti in bonis<sup>89</sup> (tasso di deterioramento) è rimasto su valori storicamente contenuti grazie alle misure governative di sostegno; in particolare a fine del 2020 il tasso di deterioramento è stato dello 0,9% (1,1% a fine 2019). Al calo per le imprese, che ha interessato tutte le principali branche di attività, si è associata una sostanziale stabilità per le famiglie.

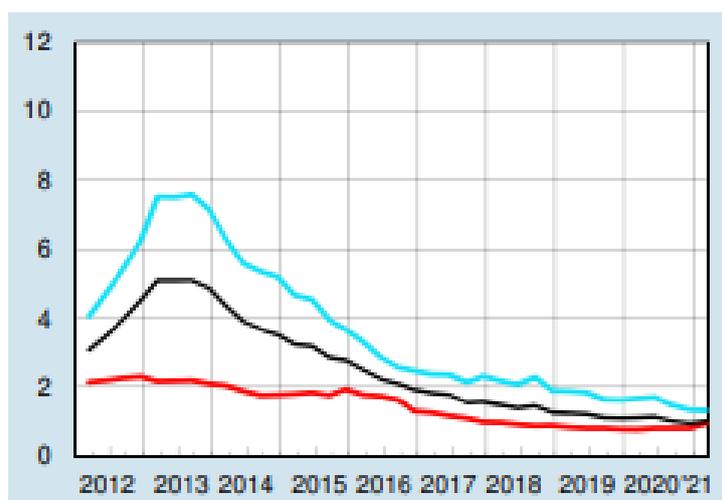


Figura 32 - tasso di deterioramento del credito a valori percentuali per settore<sup>90</sup>

<sup>88</sup> Per crediti deteriorati si intende i crediti delle banche che i debitori non riescono più a ripagare regolarmente o del tutto.

<sup>89</sup> I prestiti in bonis sono i crediti che non hanno mostrato segnali di essere deteriorati.

<sup>90</sup> Fonte: Centrale dei rischi. Flussi di nuovi prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti non deteriorati rettificati alla fine del periodo precedente. I valori sono calcolati come medie dei quattro trimestri terminati in quello di riferimento.

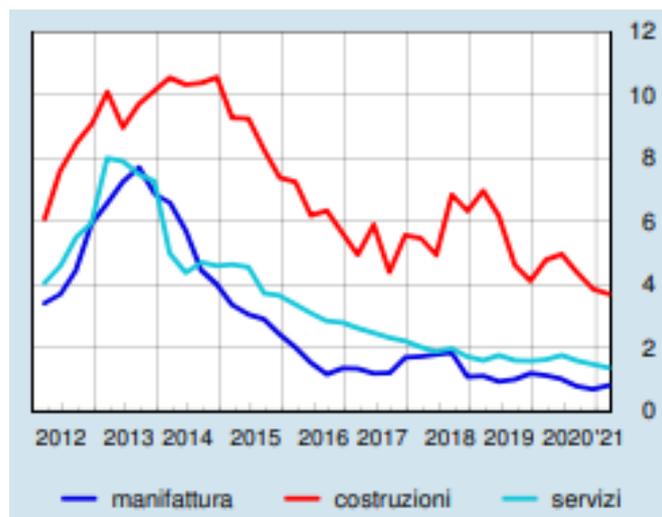


Figura 33 - Tasso di deterioramento del credito a valori percentuali per branca di attività economica delle imprese.<sup>91</sup>

In base ad un'analisi condotta su un campione chiuso di imprese censite in Anacredit, in Piemonte tra la fine del 2019 e quella del 2020 l'incidenza dei crediti nello stadio 2 della classificazione prevista dal principio contabile IFRS 9 è passata dal 10,9% al 22,1% del totale dei finanziamenti in bonis, riflettendo un significativo incremento del rischio di credito.

## 8. ANALISI DEL TERRITORIO: LA LOMBARDIA NEL 2021

Dopo aver analizzato la situazione economica e finanziaria del Piemonte, facendo riferimento in particolare al mercato del finanziamento, segue un confronto con la Lombardia, assunta come Benchmark di riferimento.

In modo analogo, se non superiore, a quanto successo per il Piemonte, la diffusione dell'epidemia ha avuto significative ripercussioni sull'attività industriale in regione. La produzione industriale, infatti, è scesa di circa il 10% per il 2020, in

<sup>91</sup> Fonte: Centrale dei rischi. Flussi di nuovi prestiti deteriorati rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti non deteriorati rettificati alla fine del periodo precedente. I valori sono calcolati come medie dei quattro trimestri terminati in quello di riferimento.

linea con la media italiana. Dopo una contrazione molto marcata nei primi sei mesi del 2020 è poi cresciuta in maniera sostenuta tra luglio e settembre per poi stabilizzarsi a fine anno ad un livello del 2,6% inferiore al periodo corrispondente del 2019.

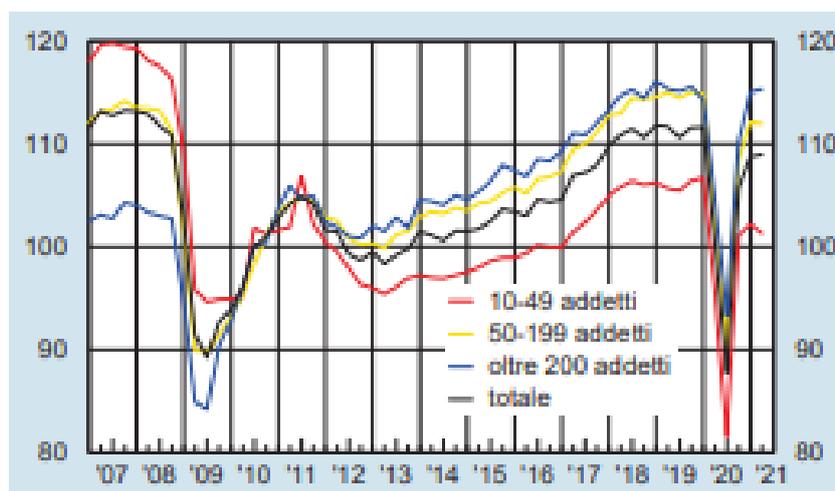


Figura 34 - produzione industriale delle imprese lombarde, indice del livello della produzione<sup>92</sup>

A livello economico, le indagini della Banca d'Italia su un campione di imprese dell'industria segnalano che il fatturato è diminuito di circa il 6% nel 2020 e che quasi tre operatori su quattro hanno registrato un calo. La fisiologica caduta della domanda e il timore delle conseguenze pandemiche hanno avuto ripercussioni negative sull'accumulazione di capitale. Secondo un'indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind) e Istat quasi il 60% delle imprese ha ridotto gli investimenti nel 2020, determinando un calo dei flussi del 12,6%.

Sempre dal punto di vista economico, le imprese lombarde sono fortemente peggiorate risentendo della flessione del fatturato causata dalle misure di contenimento. Secondo un'indagine sulle imprese industriali e dei servizi, circa il

<sup>92</sup> Fonte: Unioncamere Lombardia, indagine congiunturale industria manifatturiera; dati destagionalizzati.

75% delle imprese lombarde ha chiuso l'esercizio 2020 in utile o in pareggio, un valore inferiore di 15 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Esattamente come per il Piemonte, il fabbisogno di liquidità delle imprese alimentato dall'elevato calo dei flussi di cassa è stato in gran parte soddisfatto dall'aumento dei prestiti bancari soprattutto nella componente a medio e lungo termine, grazie al dispiegarsi delle misure governative.

Dal punto di vista finanziario, il peggioramento dei risultati di esercizio ha interrotto il processo di riduzione di indebitamento che aveva caratterizzato gli anni successivi alla crisi dei debiti sovrani. Secondo elaborazioni su dati Cerved su un campione aperto di società di capitali, nel 2020 la leva finanziaria è cresciuta di quasi tre punti percentuali attestandosi comunque su un livello inferiore al massimo raggiunto nel 2011.

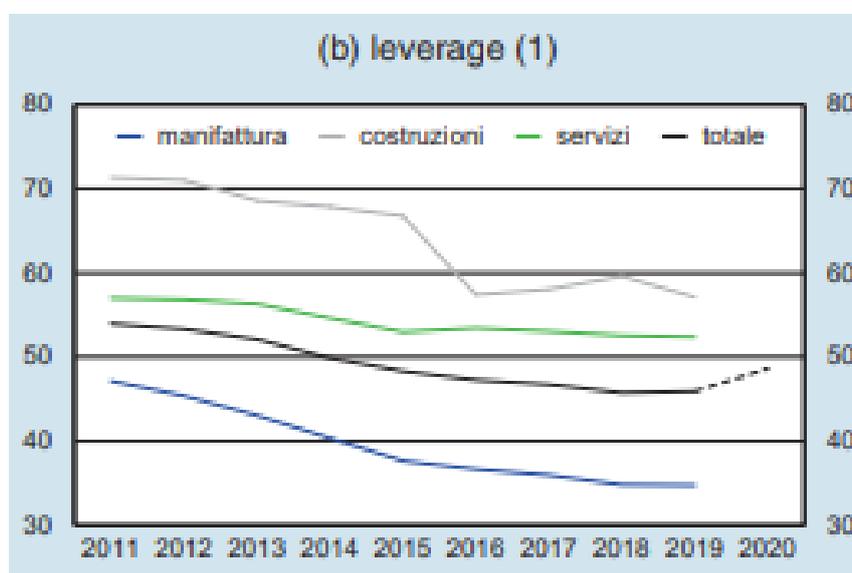


Figura 35 - Indebitamento per settore (valori percentuali)<sup>93</sup>

<sup>93</sup> Fonte: elaborazioni su dati Cerved, campione aperto di società di capitali. Leverage inteso come rapporto tra debiti finanziari e somma di debiti finanziari e patrimonio netto.

Il peggioramento del quadro economico seguito alla diffusione della pandemia ha alimentato esigenze di risorse finanziarie delle imprese. A questo proposito, i prestiti bancari al sistema produttivo regionale sono tornati ad aumentare. La dinamica dei finanziamenti riflette la crescita di domanda sino da inizio pandemia in un contesto di condizioni di offerta divenute, a tal proposito, più accomodanti. L'aumento del credito si è confermato anche nei primi mesi del 2021 e a questo ha contribuito l'ampio ricorso delle imprese lombarde agli schemi di garanzia pubblica sui nuovi finanziamenti e alle moratorie.

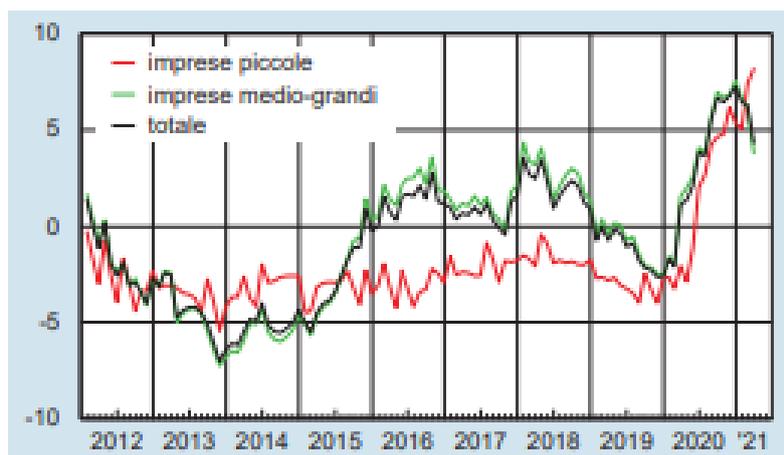


Figura 36 - Prestiti alle imprese per dimensione di imprese, dati mensili, variazioni percentuali su 12 mesi<sup>94</sup>

La crescita del credito, come si vede dal grafico, ha interessato dapprima le imprese di grandi e medie dimensioni per poi estendersi anche a quelle di dimensione minore.

<sup>94</sup> Fonte: segnalazioni di vigilanza. Per imprese piccole si intendono società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

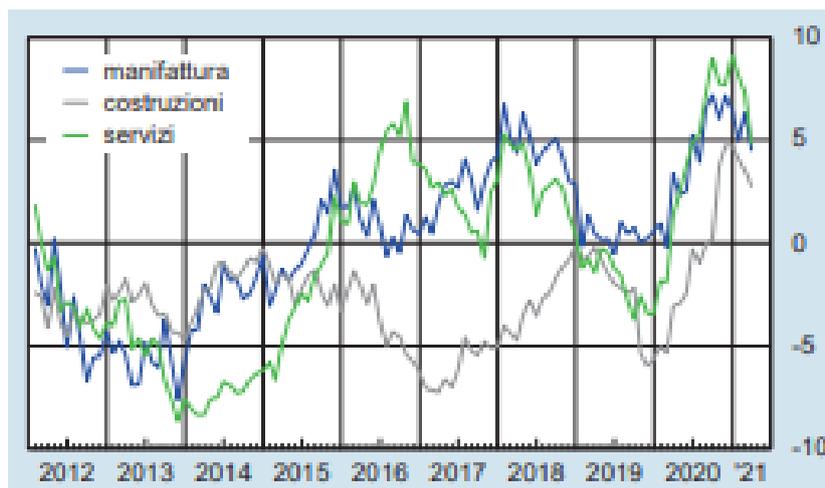


Figura 37 - Prestiti alle imprese per branca di attività economica.<sup>95</sup>

L'incremento ha influenzato tutti i settori ed è stato più accentuato per le imprese dei servizi, in quanto comparti più colpiti dalle restrizioni.

I prestiti di banche e società finanziarie, aumentati principalmente per le imprese ritenute sicure, sono tornati anche a salire per le imprese giudicate meno solide dal punto di vista finanziario (a differenza del Piemonte).

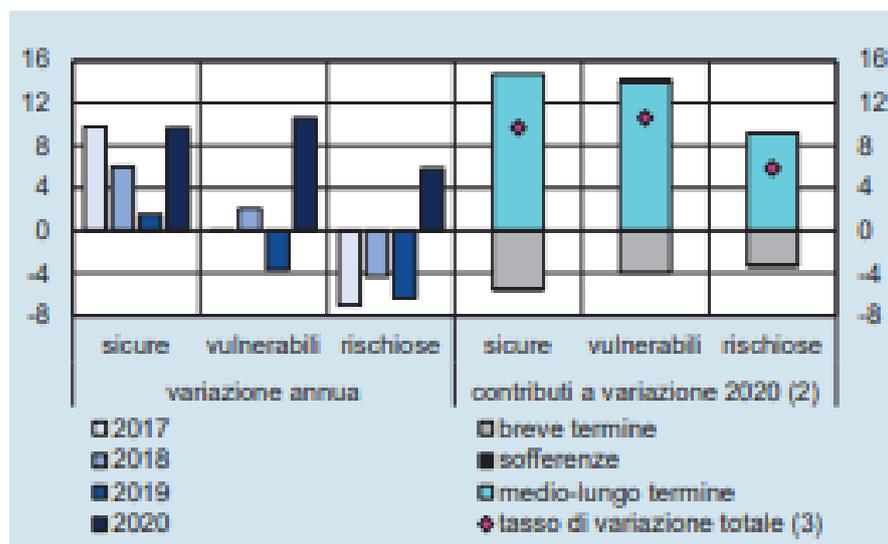


Figura 38 - Prestiti per classi di rischio, dati di fine periodo, valori percentuali<sup>96</sup>

<sup>95</sup> Fonte: segnalazioni di vigilanza.

<sup>96</sup> Fonte: elaborazioni sui dati di Cerved e della Centrale dei rischi. Dati riferiti alle segnalazioni di banche, società finanziarie e società veicolo di operazioni di cartolarizzazione.

## 8.1 FINANZIAMENTI DIRETTI

### 8.1.1 LE EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI

Nel corso del 2020 le imprese non finanziarie lombarde hanno emesso obbligazioni per quasi 15 miliardi di euro, circa il 20% in meno rispetto al 2019. Il numero di operazioni è sceso in modo analogo al calo degli importi.

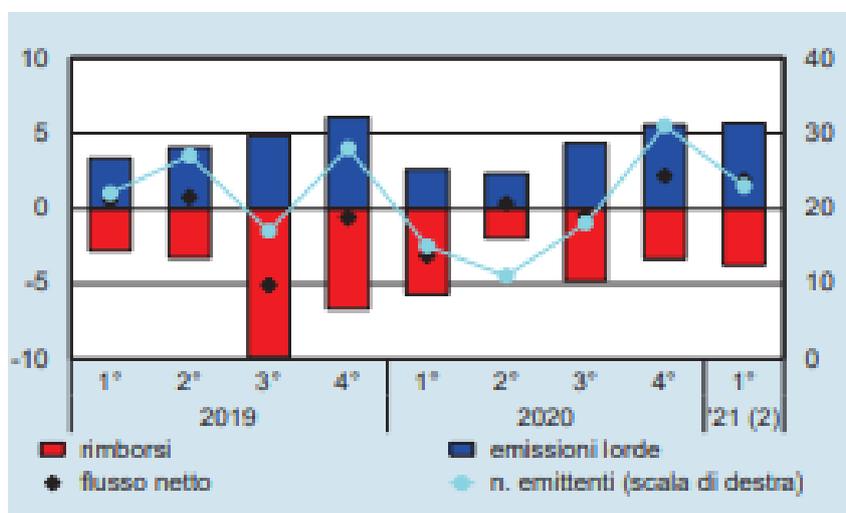


Figura 39 - Finanziamenti diretti alle imprese, emissioni obbligazionarie<sup>97</sup>

Nel 2020 solo 8 imprese lombarde hanno usufruito della garanzia del Fondo sulle emissioni obbligazionarie per un importo complessivo di 8 milioni di euro.

Nel corso del 2020 in Lombardia sono state poi emessi green bond<sup>98</sup> per 1,3 miliardi di euro. «Un sostegno alla liquidità e allo spessore di questo segmento di mercato potrà venire nei prossimi anni dall'emissione di Green Bond da parte dell'Unione

<sup>97</sup> Fonte: anagrafe titoli e Dealogic. Obbligazioni quotate e non quotate, valutate al valore nominale ed emesse nel trimestre di riferimento da società non finanziarie residenti in regione o da società finanziarie o estere facenti parte di gruppi lombardi.

<sup>98</sup> Obbligazioni verdi: titoli di debito associati a finanziamenti di iniziative che hanno ricadute positive sull'ambiente.

Europea per contribuire al finanziamento delle misure previste dal Next Generation EU»<sup>99</sup>.

### 8.1.2 IL MERCATO AZIONARIO

Nel corso del 2020, sette società lombarde si sono quotate sul mercato AIM Italia<sup>100</sup> raccogliendo 37 milioni di euro. Nessuna società è, invece, entrata a far parte degli altri mercati azionari della Borsa Italiana.

PERIODI	Numero di imprese		Capitale raccolto (2)	
	Totale	di cui: AIM	Totale	di cui: AIM
<b>Nuove quotazioni</b>				
2012	0	0	–	–
2013	8	5	253,7	96,1
2014	9	7	302,2	72,8
2015	11	7	525,5	152,4
2016	5	4	372,5	157,5
2017	20	16	1647,1	1147,1
2018	15	14	563,1	556,8
2019	10	10	44,5	44,5
2020	7	7	37,0	37,0
<b>di cui: SPAC non finanziarie (3)</b>				
2017	10	8	1583,0	1083,0
2018	5	5	510,0	510,0
2019	0	0	–	–
2020	0	0	–	–

Figura 40 - nuove quotazioni in Borsa delle imprese non finanziarie<sup>101</sup>

### 8.1.3 IL PRIVATE EQUITY

L'attività di private equity è proseguita durante la pandemia. Sono stati investiti in aziende lombarde 2,8 miliardi di euro<sup>102</sup>, dato analogo al 2019 e pari al 44% del

<sup>99</sup> Economie regionali, L'economia della Lombardia. Rapporto annuale della Banca d'Italia, giugno 2021.

<sup>100</sup> Mercato alternativo del capitale, rivolto principalmente alle piccole e medie imprese.

<sup>101</sup> Fonte: Borsa Italiana. Imprese non finanziarie di nuova quotazione sui mercati regolamentati e non di Borsa Italiana, sono esclusi dunque i passaggi da un mercato all'altro.

<sup>102</sup> Dati rilevati da Aifi-PricewaterhouseCoopers.

totale nazionale. La maggior parte delle risorse sono, tuttavia, state destinate a operazioni di buyout indirizzate ad imprese di grandi dimensioni.

#### 8.1.4 FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

Alla fine del 2020 i fondi comuni avevano nel proprio patrimonio 4,5 miliardi di euro di strumenti emessi da società non finanziarie lombarde, valore analogo rispetto al 2019. Gran parte delle risorse era destinata al settore dei servizi e alle imprese di grandi dimensioni. È però aumentata la quota destinata alle PMI, in particolare da parte dei fondi PIR anche grazie alle modifiche introdotte per facilitare gli impieghi in imprese minori.

## 9. CONCLUSIONI

Il razionamento del credito rappresenta un importante ostacolo alla crescita delle PMI e, conseguentemente, alla crescita dell'intero sistema economico. Il razionamento del credito è, prima di tutto, causato dalle asimmetrie informative che, causando azzardo morale e selezione avversa, limitano l'accesso al credito di alcune imprese. Questo fenomeno non è facilmente misurabile, tuttavia Jaffee e Modigliani, così come Chakravarty e Scott hanno fornito dei metodi rispettivamente indiretti e diretti per ottenere queste misurazioni.

Dato che le PMI rappresentano il tessuto dell'economia continentale e nazionale, in quanto costituiscono più del 99% del business europeo, è di particolare interesse valutare il razionamento del credito a cui queste sono sottoposte. Si evince dalle analisi effettuate in questo elaborato che il GAP Assessment, ovvero la differenza tra l'ammontare di finanziamento che le PMI meritevoli potrebbero ottenere in condizioni di mercato ottimali e l'ammontare di finanziamento che queste, in realtà, ottengono, risulta molto elevato sia in termini di debt financing sia, nonostante le PMI tendano a ricorrere in misura minore al finanziamento via equity, in termini di equity financing. Alcuni strumenti finanziari aiutano le PMI ad ottenere finanziamenti in modo meno complicato; tuttavia, molte imprese stanno ancora recuperando dalla crisi del 2008 che ha portato, oltre a difficoltà economiche dal punto di vista del bilancio, anche ad un crollo dell'offerta di credito da parte delle banche.

Qualche anno dopo il mondo è stato sconvolto dalla Pandemia di Covid-19 che ha causato una crisi con pochi precedenti dal punto di vista sanitario, economico e finanziario. In Italia si è assistito ad una riduzione del numero di imprese, dovuto contemporaneamente ad una diminuzione della natalità ed un aumento dell'uscita dal mercato. Dal punto di vista finanziario si può notare un aumento dell'indebitamento delle imprese, il che rappresenta un cambio di rotta rispetto all'andamento che proseguiva ormai dal 2011. Considerare come, in questi periodi di crisi, si evolvono le richieste di finanziamento da parte delle imprese, può aiutare a capire come intervenire a sostegno di queste ultime, e ciò è quanto è stato fatto a livello governativo con i diversi tipi di interventi.

Sia in Piemonte sia in Lombardia, infine, si evince un peggioramento degli indicatori economici delle imprese le quali, per bilanciare una maggiore necessità di liquidità hanno incrementato la domanda di finanziamento, specialmente via debito. La leva finanziaria è conseguentemente aumentata per molte imprese in entrambi i territori regionali, la qual cosa ha messo e metterà in difficoltà le imprese che, già prima di questo aumento, risultavano poco solide. In Lombardia più che in Piemonte sono state accolte domande di finanziamento di imprese relativamente vulnerabili, mentre in Piemonte molte domande di questo tipo sono state scartate.

## BIBLIOGRAFIA

- A. de Socio, S. Narizzano, T. Orlando; “*gli effetti della pandemia sui bilanci e sulla rischiosità delle imprese nei diversi settori di attività economica*”; Rapporto sulla stabilità finanziaria della Banca d’Italia, aprile 2021.
- Anagrafe titoli e Dealogic
- Banca d’Italia, indagine sulle imprese industriale e dei servizi (Invind).
- Bollettino Economico numero 6/2021 della Banca centrale europea.
- *Borsa Italiana*.
- C. Demma, *il settore turistico e la pandemia di Covid-19*, 28 settembre 2021.
- Centrale dei rischi
- D.M. Jaffee, T. Russell, *Imperfect information. Uncertainty and credit rationing*; The quarterly Journal of Economics, 1976.
- Decreto-legge 18/2020.
- Decreto-legge 23/2020.
- Economie regionali, l’economia della Lombardia; rapporto annuale della Banca d’Italia, giugno 2021.
- Economie regionali, l’economia del Piemonte; rapporto annuale della Banca d’Italia, giugno 2021.

- EIF RMA, Kraemer-Eis, Botsari, Gvetadze, Lang and Torfs, Working Paper 2019/57, *European Small Business Finance Outlook*, 2019.
- European Investment Bank; report di fine anno 2019.
- F. Panetta, F.M. Signoretti; *domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, Banca d'Italia, Aprile 2010.
- Fi-Compass, *gap analysis for small and medium-sized enterprises financing in the European union*; Final report December 2019.
- Financial Stability Board, *Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on Small and Medium-sized Enterprise (SME) financing*, 29 Novembre 2019 (p.1).
- J.E. Stiglitz, A. Weiss; *credit rationing in markets with imperfect information*; The American Economics Review, 1981.
- Osservatorio del turismo.
- P. Venditti, I. Salvati; *l'emergenza sanitaria: il sostegno a lavoratori, famiglie e imprese erogato attraverso la tesoreria dello Stato*; 25 febbraio 2021.
- Relazione annuale della banca d'Italia, 2020.
- Segnalazioni di vigilanza.
- Unioncamere Lombardia.
- World tourism organization; 2020.

## Sitografia

- <https://www.bancaditalia.it/>
- <https://www.enit.it/wwwenit/it/>
- <https://www.ticonsiglio.com/finanziamenti-europei-turismo-guida-ue/>
- [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)
- [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu)
- [www.agenziacoessione.gov.it](http://www.agenziacoessione.gov.it)
- [www.ticonsiglio.com](http://www.ticonsiglio.com)
- [www.mef.gov.it](http://www.mef.gov.it)
- [www.ticonsiglio.com](http://www.ticonsiglio.com)
- [www.cerved.com](http://www.cerved.com)