

PROPOSTE PER IL PROGRAMMA DI UN GOVERNO

Scheda su

Credito alle imprese (e il pagamento dei debiti P.A.)

(a cura di Franco Bassanini e Marcello Messori)

In quasi tutta l'Europa continentale le banche hanno avuto sempre un ruolo centrale nel finanziamento di medio e di lungo periodo dell'economia. Negli USA, invece, è il mercato dei capitali che finanzia gran parte delle iniziative economiche. Dai dati della *European Banking Federation* (EBF) emerge che, nel 2010, il totale degli attivi di bilancio delle banche USA era pari a 8.600 md. di euro (l'80% del relativo Pil), quello delle banche europee era pari a 42.900 md. di euro (il 350% del relativo Pil). Peraltro, negli anni precedenti la crisi finanziaria del 2007-'09, anche molte banche dell'Europa continentale avevano fortemente ridimensionato la loro tradizionale attività di intermediazione dalla ricchezza finanziaria agli investimenti produttivi, ma per internalizzare funzioni finanziarie - tra le quali quella del *trading* è, tuttora, la prevalente. A fronte di questa crescita di attività altamente remunerative nel breve periodo, la leva delle banche è aumentata a livelli abnormi¹.

Non è quindi sorprendente che la crisi delle banche abbia finito per colpire l'area dell'euro più di quella degli USA. Le banche europee hanno ridotto le attività di finanziamento degli investimenti produttivi e delle infrastrutture; e il mercato stenta a fungere da fonte sostitutiva di tale finanziamento. Particolarmente colpite sono le PMI².

¹ Il Rapporto Liikanen riporta due grafici che riguardano, rispettivamente, la prima e la quinta banca europea (Deutsche Bank e Barclays). Nel 1993 queste due banche avevano un totale dell'attivo diviso equamente tra prestiti e altre attività finanziarie. Negli anni successivi, il peso delle altre attività è cresciuto molto. Nel 2011, nel caso della Deutsche Bank, su un totale dell'attivo pari a circa 2.200 md di euro, le altre attività erano pari a 1.800 md, mentre i prestiti si erano attestati a 400 miliardi; nel caso della Barclays, su un totale dell'attivo pari a 1.900 md di euro, le altre attività erano pari a 1.400 md, mentre i prestiti a 500 md. E tutto ciò con un rapporto tra capitale/totale dell'attivo pari al 2,3 per cento per la Deutsche Bank e all 4 per cento per la Barclays. Infine, in entrambi i casi, la quota dei depositi sulle passività era inferiore al 30 per cento.

² La recente pubblicazione dell' *Assessment of SME proposals for CRD IV/CRR* dell'EBA evidenzia che il credito bancario riveste un'importanza strategica come fonte di finanziamento molto più per le PMI che per le imprese di dimensioni maggiori. Ciò ha due implicazioni: le PMI, soprattutto nell'attuale situazione congiunturale, hanno una crescente e più che proporzionale

La BCE mostra che, nell'ultimo anno, circa il 20% delle PMI europee ha visto peggiorare le proprie condizioni di accesso al credito (rispetto al solo 4% delle grandi imprese). A ciò si aggiunga che, negli USA, il piano di stimolo di Obama ha immesso nell'economia reale 787 miliardi di dollari sotto forma di contributi a fondo perduto e di incentivi fiscali; e che la TARP ha immesso altri 431 miliardi di dollari. Per contro, nell'ambito dell'Unione economica e monetaria europea (Uem), specie gli Stati membri del Sud hanno dovuto frenare i programmi di sostegno alla crescita e all'occupazione a causa della crisi dei debiti sovrani e delle conseguenti iniziative istituzionali assunte nell'area (Semestre europeo, nuovo Patto di stabilità e crescita, Six Pack, Fiscal Compact); e ciò ha accentuato gli squilibri di crescita e di competitività fra Stati membri che sono forse la principale ragione di fragilità dell'Eurozona.

I dati, relativi all'andamento recente dei finanziamenti bancari, sono particolarmente penalizzanti per il nostro Paese. La Banca d'Italia ha documentato un calo molto severo nei prestiti alle nostre imprese e famiglie e ne ha previsto la continuazione nel 2013³. Inoltre, in base ai dati armonizzati, la BCE ha mostrato che il tasso di variazione italiano dei prestiti bancari all'economia risulta assai peggiore della media dell'Area euro e di quello dei due principali Paesi europei (Francia e Germania), anche se risulta migliore rispetto a quello della Spagna. Ciò vale, soprattutto, per le PMI. Mentre le nostre grandi imprese hanno incrementato il ricorso diretto al mercato delle obbligazioni, le nostre PMI hanno dovuto sopportare un taglio dei finanziamenti quasi doppio rispetto alla già negativa media europea.

Va infine notato che, in Italia, i vincoli sono stringenti soprattutto per il credito a lungo e medio termine. Questa forma di credito è decisiva per il finanziamento delle infrastrutture e degli investimenti delle imprese; e, a loro volta, infrastrutture e investimenti sono due dei fattori determinanti per la competitività e la crescita del sistema economico. L'erogazione di credito a lungo e medio termine è anche penalizzata dai requisiti di capitale previsti dal nuovo quadro regolatorio che, al riguardo, è particolarmente esigente. I vincoli di liquidità delle nostre imprese sono poi aggravati dal ritardato pagamento dei debiti commerciali delle PPAA nei confronti delle imprese

difficoltà di accesso al credito; tale difficoltà è accentuata dagli attuali requisiti patrimoniali imposti alle banche con Basilea III. La stessa EBA propone di rivedere la Direttiva CRD-IV, al fine di agevolare e facilitare l'accesso al credito da parte delle PMI principalmente attraverso:

l'introduzione di un fattore di supporto pari a 0,7619 nel calcolo (sia con approccio standard che con modelli di rating interni) della ponderazione del rischio di credito delle PMI, che si traduce in uno sconto del 24% circa in termini di requisito patrimoniale necessario (*capital charge* che passerebbe quindi dal 6% al 4,57%);

un incremento della soglia di finanziamento considerata *retail* (quindi più bassa in termini di assorbimento di capitale) che passerebbe (i) da € 1 ad € 2 milioni se il requisito patrimoniale necessario dovesse essere calcolato con approccio standard, e (ii) da € 1 fino ad € 5 milioni se calcolato con modelli di rating interni.

³ Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria* n. 4, 4 novembre 2012.

fornitrici di beni e servizi. Nel caso, l'esempio spagnolo è istruttivo: la liquidazione dei pagamenti in sospeso, con relativo aumento del debito pubblico, ha avuto un significativo impatto sulla crescita.

Quanto detto sottolinea che, in Italia, vi sono almeno tre problemi da affrontare con urgenza rispetto ai finanziamenti di medio e lungo termine all'economia: l'allentamento dei vincoli di liquidità, la riduzione degli assorbimenti di capitale a regolamentazione vigente, il saldo dei debiti della PPAA verso il sistema produttivo.

Alcune proposte per sbloccare i prestiti bancari

Sbloccare i prestiti bancari dal lato degli assorbimenti di capitale

Fondo centrale di garanzia PMI. La copertura del fondo centrale di garanzia riduce l'assorbimento di capitale bancario per i prestiti alle imprese; bene ha dunque fatto il Governo Monti a rifinanziarlo in misura significativa. Ma andrebbe *elevato il limite di importo* per impresa che, così come è, risulta adeguato solo per le piccolissime imprese (quelle che i francesi chiamano TPE). In connessione, vanno *semplificate le procedure*; e va aumentata la *dotazione di capitale* del Fondo, utilizzando risorse di bilancio. Allo stesso fine, in alternativa, si potrebbero utilizzare i residui della L. 488 e degli incentivi alle imprese: circa 1 mld. di euro. Al riguardo, si noti che le garanzie hanno un moltiplicatore maggiore rispetto ai finanziamenti diretti a fondo perduto o in conto interessi.

Sbloccare i prestiti bancari dal lato della liquidità (e del livello dei tassi)

Plafond CDP per i crediti a medio termine alle PMI. Operativo dalla fine del 2009, questo strumento ha consentito l'erogazione di finanziamenti a medio termine a circa 61.000 PMI in tre anni, per un totale superiore ai 10 miliardi di euro⁴, mediante la

⁴ Dalla fine del 2009, sulla base di un accordo con l'ABI, CDP ha messo a disposizione del sistema produttivo italiano una prima tranche di € 8 mld, erogati attraverso il sistema bancario tramite finanziamenti a tassi di mercato "calmierati" e a scadenze di 3, 5, 7 e 10 anni. Ne hanno beneficiato oltre 53.000 imprese:

✓	f
inanziamento medio: 150mila euro	
✓	o
ltre 40% della provvista è stata impiegata con durata > 5 anni	
✓	N
ord-Ovest 38%; Nord-Est 30%; Centro 16%; Meridione 11%; Isole 5%	
Manifatturiero 42%; Commercio-trasporti- alberghi 27%; Costruzioni 10%	
✓	B
anche aderenti: 76% degli sportelli; 92% della quote di mercato	

fornitura di **liquidità (provvista dedicata)** a tassi di interesse moderati (nel 2009-2010, 65/75 basis points sopra l'Euribor, ora 170). CDP si è assunta il rischio banca; le banche si sono assunte il rischio impresa. Originariamente, quest'ultimo rischio avrebbe dovuto essere equicondiviso con Sace; ma ciò è avvenuto solo in pochi casi. Anche se lo strumento ha ben funzionato, ora si nota un rallentamento della domanda rivolta dalle imprese alle banche e della connessa domanda rivolta dalle banche a CDP. Eppure sono ancora disponibili 8 mld che CDP potrebbe, se occorre, aumentare.

La perdita di velocità dello strumento è dovuta a due fattori: l'aumento dei tassi di interesse per il mutuatario finale e la stringenza dei requisiti di capitale per le banche. Il rilancio del Plafond CDP richiede quindi di rendere davvero operativa la garanzia, offerta dalla Sace o – in alternativa - dal Fondo centrale di Garanzia (cfr. sopra); anzi, l'incidenza di tale garanzia potrebbe essere elevata al 60/70 per cento di ciascun prestito⁵. In questo modo si ridurrebbe il rischio dei finanziamenti, che è addossato alle banche, con il duplice risultato di ridurre l'assorbimento di capitale bancario a fini regolatori e di far diminuire sia i tassi di interesse fissati dalla CDP per ciascun finanziamento alle banche sia quelli fissati dalle banche per ciascun finanziamento alle imprese. Tale risultato sarebbe rafforzato se, seguendo l'esempio di Germania e Francia, lo Stato italiano controgarantisce CDP rispetto al rischio banca. Ciò comporterebbe, tuttavia, un aggravio del debito pubblico.

Pagamenti dei debiti commerciali da parte delle PPAA.

Il recepimento della Direttiva europea sui tempi dei pagamenti delle PPAA per forniture di beni e servizi non ha risolto il problema dello smaltimento del rilevante stock di debiti scaduti e non pagati (stimato ora da Banca d'Italia in 91 miliardi di euro), né sembra avere del tutto sradicato il fenomeno dei ritardi nei pagamenti anche per il futuro. In presenza di regole (europee e nazionali) non rigorose sulla contabilizzazione dei debiti

L'esaurimento delle risorse del Plafond PMI 2009, il perdurare delle tensioni sui mercati finanziari e delle diffuse difficoltà di accesso al credito per le imprese, nonché il crescente problema del ritardo dei pagamenti della PA, hanno spinto CDP e ABI a siglare, nel marzo 2012, l'accordo per un nuovo Plafond PMI, dotato di € 10 mld. Di questi, € 8 mld sono destinati al sostegno del credito alle imprese mentre i restanti € 2 mld sono dedicati ai ritardi dei pagamenti della PA. In circa nove mesi di operatività, il nuovo strumento ha registrato l'adesione dei maggiori gruppi bancari italiani e di numerose banche singole e del Sistema del Credito Cooperativo (in termini di quote di mercato, copertura pari al 75% del sistema bancario nazionale), per un importo complessivo contrattualizzato pari ad € 2,5 mld ed erogazioni già effettuate per € 1,3 mld. Da un confronto fra le opzioni di durata negli utilizzi fra i due Plafond, si registra un apprezzabile aumento percentuale (+30%) delle durate più lunghe (comprese tra i 7 e 10 anni).

⁵ Una quota del rischio deve ovviamente restare alla banca, in modo da incentivarla a un'accurata istruttoria sul merito di credito dell'impresa beneficiaria.

commerciali nel debito delle PPAA, le amministrazioni hanno avuto e in parte hanno ancora un forte incentivo a eludere i vincoli del patto di stabilità ritardando il pagamento dei loro debiti e non certificandoli alla scadenza; fronteggiando poi il problema delle penalità previste dalla legge mediante accordi transattivi con i vari creditori, fondati sul ricatto implicito di ulteriori dilazioni nei pagamenti stessi nei confronti di chi non accettasse la proposta di accordo transattivo.

Gli strumenti previsti dal Governo Monti, e lo stesso inasprimento delle penalità di ritardato pagamento introdotto in esecuzione della Direttiva europea, non hanno risolto il problema. Il decreto-legge n. 35 del 2013 provvede a disciplinare il pagamento di una prima tranche di 20 miliardi, rinvia al 2014 una seconda tranche di 20 miliardi, nulla dice sugli altri debiti scaduti.

Non è risultata risolutiva neppure l'ipotesi, variamente declinata, di concedere alle nostre imprese anticipazioni bancarie sui loro crediti verso le PPAA. Se l'anticipazione comporta il trasferimento definitivo della titolarità del credito alla banca, l'impresa si addossa l'onere del tasso applicato sullo sconto; e il settore bancario si trova costretto a sommare crediti con tempi di pagamento incerti (quelli verso le PPAA, solo in parte garantiti dal Fondo Centrale di garanzia⁶) al suo già ingente stock di prestiti in sofferenza e incagliati. Se invece l'anticipazione non comporta il trasferimento definitivo della titolarità del credito ma solo la sua concessione in garanzia, le imprese aumentano il loro costoso livello di indebitamento verso le banche e sono costrette, in base alla normativa vigente, a rinunciare ad azioni contro la PA inadempiente (col rischio di essere postergate nei pagamenti rispetto a chi invece persegue vie legali o minaccia di farlo). Inoltre, specie in una situazione di credit crunch come l'attuale, queste stesse imprese rischiano di essere spiazzate rispetto alla concessione di crediti ordinari in quanto le banche sono restie ad aggiungere anticipazioni alla massa erogata di prestiti.

E' quindi necessario adottare una soluzione più drastica: prevedere beninteso che i debiti commerciali non tempestivamente contestati, debbano essere liquidati entro il termine di legge (disposizione già in vigore); ma prevedere anche che, se per qualunque ragione essi non possano essere liquidati, debbano comunque essere certificati e computati nel debito pubblico (e nel Patto di stabilità interno), al momento della scadenza (e per l'arretrato entro 1 o 2 mesi), prevedendo adeguate sanzioni (anche personali) per chiunque non ottemperi a questi obblighi amministrativi e contabili⁷; prevedere altresì efficaci strumenti ispettivi per rilevare e punire ogni inadempienza.

Sui mercati internazionali, il conseguente aumento contabile dello stock del debito pubblico italiano non dovrebbe provocare eccessive tensioni; esso è, in buona parte, già scontato (in ispecie ora, dopo la pubblicazione della autorevole stima di Bankitalia) e

⁶ Il Fondo opera infatti solo in favore delle PMI, con limiti di importo garantibile per ciascuna impresa e in percentuale sull'ammontare di ogni credito.

⁷ La posizione espressa trova eco nella Relazione "Agenda possibile. Relazione del gruppo di lavoro in materia economico-sociale ed europea" del Gruppo dei saggi nominati dal Presidente Napolitano.

potrebbe essere compensato dall'immagine di maggior pulizia dei nostri conti che il Paese darebbe con l'introduzione delle regole ora indicate. La recente apertura della Commissione europea in questo senso (dichiarazione congiunta Rehn-Tajani) ne è una prova.

In sede europea, questa scelta italiana di trasparenza potrebbe essere accompagnata da una triplice richiesta: a) l'inclusione nel bilancio pubblico di tutti gli Stati membri dei debiti delle PPAA scaduti o in scadenza, mediante una modifica delle regole Eurostat; b) l'esclusione (in applicazione di quanto adombrato al Consiglio europeo del giugno 2012) dal bilancio pubblico di tutti gli Stati membri di quella parte delle spese per investimenti pubblici che sono cofinanziati dalla UE o dalla BEI; c) un'attuazione-pilota immediata di questa forma parziale di golden rule ai fini del bilancio pubblico italiano.

Diversamente si pone il problema dal lato del deficit (rectius, indebitamento netto delle PPAA), dove vale il limite del 3% annuale. Mentre per i pagamenti relativi a spese di parte corrente, essi non incidono sul deficit del 2013 se relativi a fatture scadute negli anni precedenti, ciò non vale per i pagamenti relativi a spese in conto capitale, che invece andrebbero ad incidere sull'indebitamento netto dell'anno in corso. Secondo una interpretazione più restrittiva, limitatamente ai debiti in conto capitale, inciderebbe anche sul deficit dell'anno la trasformazione di debiti commerciali in debiti finanziari, come nel caso della cessione dalle imprese alle, anche di crediti verso la P.A.. Le misure da adottare devono essere dunque concepite in modo da saldare subito la maggior parte possibile dei crediti arretrati delle imprese, ma da NON comportare, almeno per la parte relativa alle spese in conto capitale, pagamenti delle PPAA superiori a 6/7 miliardi annui⁸, in modo da non far crescere il deficit oltre il tetto del 3%. Ai pagamenti delle PPAA andrebbero sommati, ove prevalga l'interpretazione più restrittiva ora ricordata, la eventuale trasformazione di debiti commerciali in conto capitale in debiti finanziari.

Va inoltre considerato che l'immediato pagamento alle imprese di tutti i crediti scaduti da esse vantati nei confronti delle PP.AA, ancorché limitati a quelli di parte corrente, genererebbe già nel 2013 maggiori entrate da IVA valutabili fra i 4 e i 6 miliardi: nel caso di forniture di beni e servizi alle PPAA, le imprese fruiscono infatti del beneficio della sospensione d'imposta. Questa maggiore entrata, non prevista nel bilancio 2013, potrebbe essere impiegata a copertura di spese una tantum (cassa integrazione in deroga, rinvio dell'aumento dell'IVA, sospensione dell'IMU, esodati, missioni militari all'estero, ecc.) che il nuovo Governo dovrà affrontare e che attualmente non sono finanziate nel bilancio del 2013.

⁸corrispondenti all'incirca allo 0,5% del PIL. In caso di applicazione sia pur parziale della golden rule, nel senso sopra indicato, i pagamenti in conto capitale potrebbe salire fino a 9/10 miliardi, compensandosi in parte con spesa per cofinanziamenti di progetti cofinanziati dalla BEI o dalla UE.

In quest'ottica vanno valutate e delimitate anche alcune delle proposte sul tappeto. Per il pagamento di debiti pregressi, la compensazione crediti scaduti/imposte andrebbe esclusa o limitata al minimo: incidendo comunque sulle entrate, aumenterebbe il deficit dell'anno in corso. Tale compensazione, nella forma di compensazione fra crediti commerciali e debiti tributari nei confronti della medesima amministrazione pubblica, potrebbe invece essere utilizzata per fluidificare il pagamento dei nuovi debiti (ossia i debiti commerciali relativi al 2013) e, dunque, per garantire l'effettiva applicazione della nuova direttiva. Nel caso dei debiti riferiti al periodo corrente, la compensazione ha infatti effetti neutrali sulla dinamica del deficit.

Certamente utile – entro i limiti predetti – è la revisione dei meccanismi del Patto di stabilità interno in modo da consentire alle PPAA con avanzi di amministrazione o altre liquidità di utilizzarli per saldare i debiti commerciali arretrati. Vale tuttavia la pena di sottolineare che, per le ragioni anzidette, questa revisione andrebbe utilizzata per saldare i soli debiti di parte corrente, in modo da non incidere sul deficit dell'anno in corso.

Entro gli stessi limiti, è utile il finanziamento dei debiti arretrati mediante emissione di titoli pubblici, ancorché più agevolmente praticabile (senza rischi di duplicazione) per i debiti delle amministrazioni dello Stato (una quota relativamente modesta dello stock).

Nel caso delle Regioni e degli enti locali occorre ovviamente evitare ogni soluzione che addossi l'onere del finanziamento degli arretrati all'intera platea nazionale dei contribuenti; soluzioni del genere penalizzerebbero, infatti, le amministrazioni virtuose e rischierebbero di alimentare forme di irresponsabilità o di azzardo morale per il futuro (alla fine provvede Pantalone!).

E' dunque necessario prevedere un meccanismo che soddisfi tre criteri: (i) consenta alle imprese di incassare subito il saldo della maggior parte possibile di debiti arretrati, compresi tutti i debiti di parte corrente; (ii) non leda il limite massimo del deficit pubblico; (iii) non esoneri ogni amministrazione dal relativo onere, sia pure, ove necessario, diluendo nel tempo (3/10 anni) il percorso di rientro dal debito eccessivo, attraverso un'opportuna rimodulazione dei tetti di indebitamento consentiti a quella stessa amministrazione (che andrebbero nell'immediato aumentati di una quota pari allo stock di debito arretrato di ciascuna amministrazione, e poi diminuiti annualmente in modo da completare il percorso di rientro alla scadenza prevista).

In sostanza, una volta imposto (e fatto rispettare con sanzioni pesanti e controlli ispettivi efficaci) l'obbligo della contabilizzazione e certificazione di tutti i debiti scaduti (come sopra proposto), basterebbe probabilmente:

disporre che i "limiti massimi" di indebitamento imposti dal Patto di stabilità interno a ciascuna P.A. siano temporaneamente aumentati (anche in virtù del computo immediato nel debito pubblico) in misura pari ai debiti commerciali arretrati di ciascuna, con un percorso di "rientro" scaglionato in 3/5 anni;

prevedere un adeguato meccanismo di garanzia sussidiaria dello Stato sui crediti certificati di parte corrente acquistati dalle banche o da altri intermediari finanziari. Dal lato dello Stato, questa garanzia NON inciderebbe sul deficit e sul debito pubblico, perché si tratterebbe di una garanzia del pagamento di debiti già contabilizzati nel deficit e nel debito pubblico. Dal lato delle banche, questi crediti, in quanto garantiti dallo Stato, peserebbero in modo limitato sui coefficienti patrimoniali ai sensi delle regole di Basilea 3; inoltre, essi potrebbero essere usati –analogamente all’esperienza spagnola – come collaterali per i finanziamenti presso la BCE;

prevedere che le PPAA siano tenute a negoziare con le banche o gli altri intermediari acquirenti una ristrutturazione dei predetti debiti su un arco temporale non eccedenti i 5 anni; prevedere che le PP.AA. abbiano una sorta di diritto alla “portabilità” del debito, nel senso di poterlo ristrutturare con istituti di credito di fiducia, che avrebbero il diritto di subentrare alla banca acquirente rimborsandola del costo di acquisto e di ogni altro onere; la garanzia dello Stato, la portabilità del debito, e la speciale way out di cui al successivo punto d, consentirebbero alle banche di accontentarsi di tassi di interesse moderati sul credito così ristrutturato;

prevedere che le banche eventualmente in difficoltà possano cedere a CDP questi crediti, entro limiti annui predeterminati (3/5 miliardi?), quando la PA interessata non pagasse alla scadenza gli interessi e le rate di ammortamento, attribuendo in tal caso per legge a CDP lo stesso strumento di garanzia di cui oggi dispone per i mutui agli enti locali (delegazione di pagamento a valere su alcune delle entrate di bilancio, tra cui le imposte). A richiesta della PA interessata, CDP potrebbe ristrutturare ulteriormente il credito su un arco temporale più lungo (20-30 anni); e potrebbe (come già fatto in passato per i mutui dotati della garanzia della delegazione di pagamento) utilizzare i crediti come collaterali per acquisire liquidità dalla BCE (che li considera, in ragione della predetta garanzia, collaterali pregiati, sui quali opera modesti hair cut).

Ovviamente la legge non potrebbe stabilire un diritto delle banche a vendere né un obbligo di CDP a acquistare i crediti in questione, altrimenti potrebbe tornare in discussione la classificazione Eurostat di CDP al di fuori del perimetro delle PP.AA. (con relativo venir meno del deconsolidamento del debito di CDP dal debito pubblico). Ma tale obbligo potrebbe essere l’oggetto di una convenzione fra CDP e l’Associazione bancaria italiana.

I vantaggi della soluzione proposta sembrano evidenti:

- 1) tutte le imprese verrebbero pagate subito per l’intero ammontare del loro stock di crediti, almeno di parte corrente;
- 2) le PPAA resterebbero responsabili della copertura finale dei loro debiti (eliminazione di forme di azzardo morale) ma avrebbero 5 anni per smaltire l’arretrato e avrebbero il tempo per riassetare i loro bilanci o per cercare altre soluzioni (per es. dismissioni di asset);

- 3) per i crediti in conto capitale il pagamento avverrebbe invece nei tempi, con le procedure e nei limiti stabiliti dal decreto-legge n. 35/2013, in modo da rispettare il limite del 3% dell'indebitamento netto, secondo l'interpretazione più rigorosa delle regole di calcolo del medesimo;
- 4) il pagamento dell'intero ammontare dei debiti di parte corrente da parte delle banche genererebbe entrate IVA non previste per 4/6 md. utilizzabili per coperture una tantum, tipo rifinanziamento della cassa integrazione e delle missioni internazionali all'estero);
- 5) il sistema creditizio-finanziario concorrerebbe alla soluzione del problema in termini sostenibili;
- 6) l'eventuale intervento di CDP sarebbe subsidiario, diluito nel tempo e neutrale dal punto di vista del debito e del deficit.

A quest'ultimo proposito, si consideri che, in caso di intervento di CDP a valere su liquidità del conto corrente di tesoreria e non su provvista BCE, aumenterebbe bensì il debito da coprire mediante ricorso al mercato (attraverso collocamenti aggiuntivi di titoli diluiti nel tempo e forse riservabili alla ricchezza nazionale con emissioni speciali nell'ambito del progetto di rilancio della crescita), ma diminuirebbe di altrettanto il debito dello Stato verso CDP. In ogni caso il ricorso al mercato sarebbe inferiore a quello previsto dal recente decreto-legge sul pagamento dei debiti arretrati delle PP.AA.

Riguardo invece al punto 2), si consideri che le PPAA, eventualmente incapaci di far fronte ai pagamenti già ristrutturati mediante un riassetto dei loro bilanci, potrebbero valorizzare e cedere asset immobiliari e mobiliari di loro proprietà (e avrebbero il tempo per farlo). Tali asset potrebbero eventualmente essere conferiti ad appositi fondi (gestiti dall'Agenzia del demanio, o da CDP, o da altri) fino a saldare il debito residuo e a corrispondere i relativi interessi.

L'attivazione di questi meccanismi avrebbe anche il vantaggio di porre le basi per future operazioni straordinarie di abbattimento del debito pubblico. Il temporaneo allentamento del Patto di stabilità interno potrebbe, a esempio, essere graduato in funzione di programmi di dismissione a tempi prestabiliti e vincolanti delle attività proprietarie detenute dalle varie PPAA. Nel medio periodo, l'immediata liquidazione dei debiti delle PPAA potrebbe così sortire l'effetto paradossale (ma, non per questo, meno positivo) di portare a una riduzione anziché a un aumento del debito pubblico.

Nuove forme di finanziamento

Un finanziamento europeo: VLTRO (*Very Long Term Refinancing Operation*)

La liquidità, immessa dalla BCE nel sistema bancario europeo mediante le due LTRO di dicembre 2011 e febbraio 2012 (più di 1.000 md di euro), ha raggiunto il suo obiettivo di breve termine: evitare l'insolvenza di parti importanti del settore bancario europeo e

interrompere il circolo vizioso fra crisi bancaria e crisi del debito sovrano. Le due LTRO non miravano, invece, a risolvere il problema della scarsa disponibilità di credito a medio-lungo e degli elevati tassi di interesse su tale credito nei Paesi del Sud Europa. Dato che la liquidità delle due LTRO inizia a essere restituita, oggi la BCE potrebbe affrontare anche quest'ultimo problema utilizzando una parte dei rimborsi (300/500 md). Si tratterebbe di varare una nuova LTRO (VLTRO), finalizzata al finanziamento a medio-lungo termine dell'economia reale e delle infrastrutture. In concreto la VLTRO differirebbe dalle due LTRO originarie perché, pur continuando a incentrarsi su un tasso di interesse basso e invariante (anche se non fissato intorno allo 1%): 1) avrebbe una scadenza a 7/10 anni e non a 3 anni; 2) sarebbe erogata solo dietro presentazione di contratti di finanziamento a investimenti di imprese o a progetti infrastrutturali; 3) accetterebbe come collaterali gli stessi investimenti o progetti purché cofinanziati da un organismo europeo (per esempio BEI o Connecting Europe Facility).

La BCE si accollerebbe il solo rischio banca (mitigato dall'entrata in vigore delle procedure di supervisione e di *banking resolution* dell'Unione bancaria); le banche private o pubbliche (KfW, Caisse des Dépôts, CDP) si assumerebbero il rischio impresa o il rischio progetto (per le infrastrutture)⁹.

Il maggior ostacolo all'attuazione della VLTRO risiede nel fatto che la BCE ha giustificato il programma LTRO (così come il successivo programma OMT) con la necessità di assicurare una corretta trasmissione delle proprie decisioni di politica monetaria. Si può fornire una giustificazione analoga alla VLTRO? Secondo l'approccio macroeconomico *standard*, la risposta è negativa perché l'orizzonte della politica monetaria è il breve termine. Tuttavia, la crisi finanziaria internazionale e le crisi europee hanno mostrato quanto la politica monetaria possa influenzare anche la crescita economica di medio periodo. Del resto, l'attuale forma di *quantitative easing* della FED è incentrato sulla manipolazione della struttura temporale dei tassi di interesse mediante l'acquisto dei titoli del debito pubblico statunitense a lungo termine e la vendita dei corrispondenti titoli a breve; e, rispetto a interventi del genere, il VLTRO appare essere uno strumento assai meno intrusivo.

Il potenziamento dell'azione di CDP per il finanziamento delle imprese

Credito alle PMI. Del plafond CDP per i crediti a medio termine alle PMI e del modo per potenziarne l'intervento si è già detto sopra. Resta da valutare l'ipotesi di una abrogazione della disposizione che vieta a CDP di **finanziare direttamente le PMI**,

⁹ Si tratta di una proposta già prospettata nel *key note speech* di Franco Bassanini che ha concluso la Conferenza del Long Term Investors Club del 2012, organizzata dalla BEI a Lussemburgo.

obbligandola a operare tramite le banche. In Francia (OSEO, oggi confluita nella *Banque Publique d'Investissement*, controllata 50/50 dallo Stato e da CDC) e in Germania (*Ipex-Bank* controllata 100% da KfW) il finanziamento può anche essere erogato direttamente, Ci sono pro e contro, da discutere.

Finanziamento all'esportazione e alla internazionalizzazione delle imprese. Da due anni può intervenire anche CDP, così come fanno da molto tempo strumenti pubblici o a partecipazione pubblica in numerosi altri Paesi (Francia, Germania, USA, Canada, ecc.). Il sistema ha già concluso 4 operazioni, per un valore di oltre € 1,1 mld, e ha in *pipeline* altri 29 progetti (di cui 11 in *execution*) per oltre € 3,4 mld. Le tipologie di operazioni in corso ad oggi sono di due tipi: a) export credit – finanziamenti dell'acquirente estero (credito acquirente) o finanziamenti del fornitore italiano (credito fornitore); b) internazionalizzazione – operazioni finalizzate a supportare l'apertura di filiali e acquisizioni all'estero da parte di imprese italiane. L'attività può essere potenziata ed estesa riorganizzando gli strumenti di intervento (CDP, Sace, Simest) sul modello tedesco o sul modello canadese. I tassi potrebbero essere ulteriormente abbassati se, come in Francia e in Germania, lo strumento godesse di una garanzia dello Stato sul *funding* (effettuato da CDP).

Ulteriori misure per il potenziamento dell'azione di CDP per il finanziamento delle imprese. L'azione di CDP per il finanziamento delle imprese potrebbe essere rafforzata e potenziata con quattro misure: a) la **rimozione dei limiti** che oggi impediscono alla CDP la stessa ampiezza di intervento, propria alla tedesca KfW e alla francese CDC, in particolare riguardo al finanziamento a medio termine anche delle imprese *mid cap* (non comprese nel perimetro delle PMI); b) la previsione di una **garanzia dello Stato** simile a quella concessa a KfW e CDC, ossia su tutto il *funding* e su tutte le obbligazioni di CDP (e non solo, come oggi, limitata ai risparmiatori postali con diritto di rivalsa su CDP); c) la adozione di misure di **ricapitalizzazione** di CDP che (senza incidere sul debito pubblico) ne aumentino i mezzi propri, oggi erosi dall'acquisto di Sace, Simest e Fintecna; d) il rafforzamento del *funding* di CDP oggi strutturalmente fragile, perché dipendente da una struttura terza (le Poste) che potrebbe decidere di anteporre i propri prodotti rispetto alla distribuzione dei titoli di debito della Cassa.

La ricapitalizzazione di CDP, da effettuare senza il coinvolgimento dello Stato, potrebbe – al contempo – risolvere il punto d) e comportare una diminuzione del debito pubblico. Se fosse ben accolta dal mercato, tale ricapitalizzazione potrebbe infatti consentire a CDP di acquistare **Poste Italiane**, con mandato a collocare poi sul mercato (IPO) una

quota del suo capitale (fino al 66%)¹⁰. In tal modo, CDP potrebbe rafforzare sia il suo patrimonio che il suo *funding*; e lo Stato potrebbe realizzare una dismissione di Poste che, anziché assumere la forma di *window dressing* oppure distorcere la concorrenza nel mercato bancario, avrebbe una giustificazione economica.

15 Febbraio 2013

¹⁰ In alternativa, le azioni di Poste italiane potrebbero essere oggetto in parte di conferimento e in parte di vendita a CDP, contribuendo dunque per la prima parte alla ricapitalizzazione della Cassa, per la seconda alla riduzione del debito pubblico.