

Banche, credito ed imprese nella crisi finanziaria: evidenze empiriche e possibili soluzioni

DANIELE PREVITALI¹

Premessa e concetti introduttivi

L'alternarsi dei cicli economici è un fenomeno del tutto normale e a cui abbiamo già assistito diverse volte: fasi di crescita e periodi di contrazione economica si alternano nel corso del tempo con regolarità. La storia si ripete, ma le crisi non sono tutte uguali. Infatti le crisi creditizie e le crisi bancarie sono quelle più pericolose perché colpiscono direttamente i soggetti che sono al centro del sistema economico e che hanno la funzione di fornire la benzina finanziaria della crescita economica, ovvero, il credito. E la crisi del 2007, nata innanzitutto per cause finanziarie², è proprio una crisi

¹ Daniele Previtali è assegnista di ricerca e professore a contratto in Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari presso la Luiss Guido Carli di Roma. Ha conseguito il titolo di dottore di ricerca in Banca e Finanza presso l'Università di Roma Tor Vergata ed è stato visiting phd presso la Stern School of Business (NYU) di New York.

² Ci si riferisce in particolare modo al prolungato basso livello dei tassi di interesse che hanno permesso di indebitarsi per un lungo periodo a costi molto bassi, con un'economia in espansione.

di questa natura, una crisi del credito e del sistema bancario nel suo complesso. Il risultato è una ripresa economica molto lenta e, soprattutto, fragile. Lo è, perché una crescita economica sostenibile si fonda proprio sulla solidità del sistema finanziario e sulla qualità della crescita. Con specifico riferimento alle banche, la crisi finanziaria nasce proprio sulla fragilità di questi due aspetti³.

Ma gli effetti della crisi non si sono esauriti all'interno delle banche, ma anzi si sono riflessi con particolare gravità sull'economia reale sotto molteplici forme. Una delle più importanti è certamente quella del razionamento del credito (cosiddetto *credit crunch*), fenomeno che ha un impatto rilevante sulla sopravvivenza e sulla competitività del sistema produttivo. La riduzione, o l'assenza, di disponibilità di credito, costituisce infatti un vincolo agli investimenti per la crescita, per l'innovazione e la produttività⁴. E a soffrire di più di questa restrizione creditizia sono proprio le piccole e medie imprese che, come noto, sono più vulnerabili rispetto a quelle grandi, in quanto caratterizzate da una minore dimensione, da una capacità finanziaria ridotta e da una maggiore dipendenza dal sistema bancario.

Tuttavia il fenomeno è stato globale e ha riguardato tutte le più grandi economie del mondo. Ma in Europa, il problema dell'accesso al credito è stato più intenso a causa delle condizioni strutturali di alcune economie nazionali (quale ad esempio quella italiana).

³ Come noto, le cause della crisi finanziaria non sono rintracciabili solo in questi due aspetti. Come specificato, il riferimento in questo caso è rivolto alle debolezze del sistema bancario. Per solidità del sistema bancario si intende la capacità di far fronte alle obbligazioni (ovvero il profilo di liquidità) e quella di assorbire le perdite (cioè il profilo di solvibilità). Per quanto riguarda la qualità della crescita, ci si riferisce alla qualità degli attivi di bilancio. Per un approfondimento sulle cause della crisi finanziaria, si veda Ackermann (2008).

⁴ Insieme alle criticità sul lato del credito, si devono poi ricordare le diverse problematiche che affliggono la condizione della competitività delle imprese italiane quali, ad esempio, il livello di tassazione, le forme contrattuali del lavoro dipendente, i tempi della giustizia, etc.

In questi casi, gli scompensi macroeconomici hanno aggravato le conseguenze della crisi incidendo sull'incremento del rischio specifico delle singole imprese e delle banche e, di conseguenza, sul costo per l'accesso al credito (Wehinger 2013).

Da queste brevi premesse, emerge chiaramente come il problema del *credit crunch* non possa essere interpretato come un'azione monodirezionale, in cui le banche sono le sole responsabili del minor afflusso di capitale di credito all'economia. Al contrario, esso nasce da una combinazione di cause simultanee e concorrenti. Certamente non si può negare che le banche (non italiane) siano le principali responsabili dell'innesco della miccia della crisi finanziaria, ma non sono certamente responsabili per l'inefficacia della Vigilanza, per le debolezze strutturali del bilancio dello Stato o di quelle del sistema produttivo a cui, in ogni caso, si sarebbe dovuto porre rimedio. In altre parole, il *credit crunch*, a parere di chi scrive, è il risultato di una responsabilità condivisa, in cui una molteplicità di fattori, tra cui quelli regolamentari, macroeconomici e microeconomici (sia sul lato della domanda che dell'offerta) hanno concorso al restringimento dei criteri di affidamento.

Le cause del *credit crunch* andrebbero dunque ricercate non solo all'interno della microeconomia bancaria, ma anche al di fuori, considerando una molteplicità di fattori e comportamenti esterni alla gestione bancaria che però hanno un impatto indiretto sul processo creditizio. Infatti, in situazioni di normalità e a parità di altre condizioni, il credito rappresenta la prima fonte di reddito per le banche ed è dunque paradossale pensare che le stesse possano massimizzare il valore aziendale senza erogare prestiti. È opportuno dunque analizzare i fattori che impediscono il normale funzionamento del meccanismo del credito e anche quelli che rendono più conveniente, per una banca, preferire investimenti di altra natura rispetto ai prestiti. E questo, è proprio l'obiettivo che il presente contributo si propone di perseguire.

Dopo aver discusso le evidenze empiriche del rapporto banca-impresa durante la crisi finanziaria, il lavoro si concentra sul sistema bancario italiano effettuando un'analisi dei dati del *Bank Lending Survey* e della Base Informativa Pubblica di Banca d'Italia⁵. Nel terzo paragrafo si propongono alcune possibili soluzioni per mitigare gli effetti del *credit crunch*. Il quarto paragrafo riporta le principali evidenze e le conclusioni del lavoro.

La crisi finanziaria del 2007 e il razionamento del credito: le principali evidenze empiriche

Come noto, le crisi finanziarie non sono un fenomeno nuovo nel sistema economico e la crisi del 2007, nonostante abbia avuto (e stia ancora avendo) un impatto significativo e duraturo, tuttavia non si sottrae alle “leggi” delle altre crisi precedenti. Le evidenze empiriche hanno mostrato come, in linea generale, tutte le crisi, al di là della loro natura, abbiano un impatto diretto sul sistema bancario in termini di minore redditività, di erosione del capitale e di una minore disponibilità di credito. Ciò accade perché le banche sono imprese che, generalmente, anticipano il ciclo economico e risentono in modo più intenso del deterioramento delle condizioni generali dell'economia.

Tuttavia la crisi finanziaria del 2007 ha un elemento di specificità, che è rappresentato dal fatto che essa nasce proprio all'interno delle banche. Almeno inizialmente, è stata una profonda crisi del credito, o meglio del “cattivo credito”, che ha innescato una serie di effetti a catena, anch'essi nati all'interno delle banche, che si sono poi trasformati e propagati sotto forma, prima, di rischi sistemici, e poi di rischi sovrani. Le banche e l'intermediazione creditizia sono

⁵ Si rimanda direttamente al paragrafo secondo “Le determinanti dell'accesso al credito bancario dopo la crisi finanziaria: l'analisi del Bank Lending Survey sul sistema bancario italiano”.

stati dunque l'epicentro della crisi finanziaria del 2007, la cui onda d'urto si è poi estesa a tutto il sistema economico, prevalentemente attraverso il restringimento dei criteri di erogazione del credito. Infatti, in contesti critici di questo tipo, una crisi del credito, intesa non solo come riduzione del volume dei prestiti, rappresenta un effetto fisiologico e naturale di una crisi bancaria. Il punto di criticità più rilevante è che una crisi creditizia è il peggior tipo di crisi che possa verificarsi in quanto colpisce direttamente la benzina della crescita economica, appunto il credito. E oltretutto gli shock creditizi sono caratterizzati da una spirale depressiva tra razionamento del credito e contrazione economica la quale si autoalimenta nel tempo. Infatti il restringimento dei criteri di affidamento (e quindi la minor disponibilità di credito) che avviene durante periodi di contrazione della crescita economica (o di recessione), riduce la capacità di investimento e la solvibilità delle imprese rispetto ai fornitori, costringendole, a parità di altre condizioni, a limitare l'attività produttiva. Tale meccanismo ha un impatto rilevante sui flussi di cassa dell'attività caratteristica e quindi sulla capacità delle imprese di far fronte al servizio del debito finanziario, innalzando così il loro livello di rischio e la probabilità che la nuova domanda di credito bancario rimanga insoddisfatta. Ad evidenza di quanto questo meccanismo di autoalimentazione negativa, tra credito e recessione, sia stato particolarmente acuto nella crisi finanziaria del 2007, Gambetti e Musso (2010) hanno rilevato che lo shock dell'offerta di credito, statisticamente, ha spiegato circa la metà della contrazione del PIL.

Insieme allo shock creditizio, ulteriori fattori hanno aggravato la situazione economica mondiale. In ogni Paese, l'intensificarsi della crisi è dipeso da diversi fattori strutturali quali ad esempio:

- l'entità e l'intensità dell'intervento della politica monetaria e dei governi nazionali, nonché la qualità dei fondamentali

economici strutturali dei singoli paesi (ad esempio, il PIL e il livello di debito pubblico, etc.);

- il congelamento del mercato interbancario e la richiesta operata dai Regolatori europei alle banche di incrementare il livello di capitalizzazione a fronte dei rischi bancari;
- le caratteristiche specifiche e la situazione economica e finanziaria dei singoli sistemi bancari (come ad esempio, il modello operativo delle banche, la qualità dell'attivo, livello di leverage, etc.);
- la presenza di canali di finanziamento alternativi a quello bancario;
- la dimensione e l'età delle imprese.

Sotto questi profili, la letteratura accademica ha individuato alcune evidenze empiriche che mostrano come le criticità che oggi ci troviamo ad affrontare siano il risultato di una serie di concause che hanno contribuito, complessivamente, a generare un quadro economico particolarmente critico.

Innanzitutto, la crisi e il razionamento del credito sarebbero potuti essere particolarmente più incisivi se non vi fosse stato l'intervento della politica monetaria delle banche centrali e l'azione di sostegno operata dai singoli governi nazionali (vedi *tabella 1*).

Entrambi infatti hanno giocato un ruolo determinante nella mitigazione degli effetti della crisi sulla disponibilità del credito per le imprese e le famiglie (Ciccarelli et al 2010), dimostrando come una politica economica espansiva sia particolarmente efficace e necessaria durante periodi di crisi economica (Bernake e Gertler 1995). Sotto questo profilo, è pur vero che le Banche Centrali hanno attuato politiche economiche diversificate anche in relazione ai vincoli normativi e politici (come ad esempio nel caso della BCE) che ne hanno limitato il raggio d'azione, ma in ogni caso, gli strumenti impiegati hanno contribuito a mitigare gli effetti dello shock creditizio.

Banche, credito ed imprese nella crisi finanziaria

Tabella 1 - Programmi di governo per facilitare l'accesso al credito delle PMI 2008-2011

Paesi	Governo e Programma di Garanzia dei Prestiti		Rafforzam. capitale istituzioni di supporto	Credito diretto	Facilitazioni alle esportazioni			Mediazione e monitoring del credito
	Capitale Circolante	Investimenti			Incremento del capitale per le istituzioni di supporto	Crediti all' export	Garanzie o assicurazioni all' export	
Australia			✓			✓	✓	
Austria	✓	✓		✓				
Belgio	✓	✓	✓	✓	✓		✓	Mediazione
Canada	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Rep. Ceca					✓	✓	✓	
Danimarca	✓	✓		✓	✓	✓		Mediazione
Estonia	✓	✓		✓			✓	
Finlandia	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Francia	✓	✓	✓	✓		✓	✓	Mediazione
Germania	✓	✓		✓	✓	✓	✓	Mediazione
Grecia	✓							
Ungheria	✓	✓	✓	✓				
Irlanda								Mediazione
Israele			✓	✓		✓	✓	
Italia	✓	✓	✓			✓	✓	Monitoring e accordi collettivi
Giappone	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Korea	✓	✓		✓			✓	
Olanda	✓	✓		✓			✓	Monitoring
Nuova Zelanda					✓	✓	✓	
Polonia	✓	✓					✓	
Portogallo	✓	✓						
Slovacchia				✓				
Spagna	✓	✓		✓	✓	✓		Mediazione
Svezia	✓	✓	✓		✓	✓	✓	
Svizzera					✓			
Turchia	✓	✓		✓		✓	✓	Mediazione
Inghilterra	✓	✓		✓				
U.S.A.	✓	✓		✓				Monitoring

Fonte: OECD(2010)

In Europa, ad esempio, le misure espansive della BCE, tra cui ricordiamo l'abbassamento del tasso di rifinanziamento principale, di quello dei depositi overnight (fino ad un livello negativo) e di quello marginale; il dimezzamento del coefficiente di riserva obbligatoria e le ripetute operazioni straordinarie di (*Targeted*) *Long Term Financing Operation* (LTRO e T-LTRO) e di acquisto dei titoli di debito degli Stati in difficoltà, hanno perseguito proprio tale obiettivo. E nonostante la crescita del credito verso l'economia reale sembra essere resiliente ai plurimi impulsi espansivi di politica monetaria, in realtà è opportuno tenere in considerazione che le crisi creditizie richiedono maggior tempo di assestamento e guarigione prima di una vera ripresa economica (Bijsterbosch e Dahlhaus, 2011).

La letteratura ha anche evidenziato come la crisi sia stata più incisiva in quei paesi più deboli a livello strutturale e che sono stati colpiti, oltre che dalla crisi finanziaria, anche dalla crisi del debito sovrano (Takàts e Upper, 2013). La crisi del debito sovrano ha generato due effetti critici particolarmente rilevanti: da un parte, l'innalzamento dei costi di finanziamento per le banche⁶ e per le imprese (i due effetti sono ovviamente correlati); dall'altra, la riduzione della disponibilità di credito per l'economia reale (Bofondi et al., 2013). Il combinato disposto di questi due effetti avrebbe contribuito ad accentuare il razionamento del credito bancario. Ciò perché l'innalzamento dei costi di finanziamento delle banche sul mercato dei capitali avrebbe avuto l'effetto di incrementare anche quello della raccolta retail (per effetto di una maggiore concorrenza), contribuendo così ad un aumento del costo medio del *funding* e, di conseguenza, ad un maggiore costo del credito per le imprese.

⁶ Ciò avveniva in particolare per il funding senza collaterale anche se molte delle attività poste a garanzia erano gli stessi titoli di debito pubblico che, nei periodi di ampliamento dello spread, riducevano comunque il valore dei *collaterals* innalzando così i costi di finanziamento.

A ciò si deve aggiungere che, nei periodi più critici della crisi del debito sovrano, attraverso le note operazioni di *carry-trade*, le banche hanno potuto beneficiare di una raccolta a basso costo presso l'Eurosistema⁷ che hanno poi, per la maggior parte, impiegato verso i titoli di debito pubblico. Questi ultimi infatti garantivano un profilo rischio-rendimento migliore rispetto al credito ordinario in quanto fornivano una sorta di garanzia dell'Eurosistema sul salvataggio degli Stati Sovrani in difficoltà. Indubbiamente, ciò ha ulteriormente contribuito a ridurre la disponibilità di credito per le imprese e le famiglie.

Al razionamento del credito, hanno poi concorso dei fattori esogeni e vincolanti che hanno caratterizzato la gestione bancaria durante la crisi. I due più importanti sono certamente il congelamento del mercato interbancario e l'innalzamento dei requisiti patrimoniali e di liquidità richiesti dalla Vigilanza bancaria. Per quanto riguarda il congelamento del mercato interbancario, esso ha generato difficoltà nel rifinanziamento dell'attivo di bilancio e ha contribuito a ridurre l'offerta di credito disponibile per l'economia reale (Iyer et al., 2010), in quanto il nuovo credito veniva finanziato a costi più elevati e con la necessità di ridurre il livello di indebitamento. Riguardo invece ai requisiti regolamentari, nonostante la letteratura abbia evidenziato che durante i periodi di crisi finanziaria, le banche sopportano ingenti perdite di capitale, i regolatori hanno comunque deciso di innalzare i requisiti patrimoniali e di liquidità delle banche costringendole, di conseguenza, a ridurre ulteriormente la loro capacità di credito. Per rimanere *compliant* alle normative, le banche hanno potuto agire solo mediante due operazioni: la riduzione del volume di attività, oppure

⁷ Ci si riferisce alle operazioni di espansione monetaria operate dalla BCE che hanno avuto l'effetto di ridurre il costo del funding, con particolare riguardo alle operazioni LTRO che hanno fornito molta liquidità al sistema bancario, a costi ridotti e con scadenze di medio termine.

attraverso l'aumento della base di capitale. Le evidenze empiriche hanno mostrato che le banche tendono molto più spesso a ridurre l'attivo di bilancio (e quindi a razionare il credito) piuttosto che aumentare la base patrimoniale, soprattutto quando il ricorso al mercato dei capitali è particolarmente oneroso (Hyun e Rhee, 2011). Da ciò ne consegue che nonostante l'obiettivo degli Organi di vigilanza fosse quello di assicurare maggiore stabilità al sistema bancario, senza la quale è impossibile raggiungere una crescita economica solida e duratura, essi hanno comunque contribuito in modo rilevante ad aggravare la crisi del credito.

Tuttavia, a giustificazione delle motivazioni alla base dell'intervento delle Autorità di vigilanza sulla capitalizzazione delle banche, vale la pena puntualizzare che le evidenze empiriche hanno mostrato che le banche più solide in termini patrimoniali e sane a livello gestionale hanno avuto una maggiore capacità di finanziare il credito durante la crisi (Blundell-Wignall e Roulet, 2013). Ciò è confermato anche dai risultati di Albertazzi e Marchetti (2010) che hanno messo in evidenza che la crisi finanziaria (con un periodo di riferimento tra il 2008 e il 2009) ha prodotto uno shock sull'offerta di credito in particolare per le banche meno capitalizzate. Queste hanno infatti operato il cosiddetto *flight to quality*, ovvero hanno concentrato il proprio portafoglio creditizio verso attivi meno rischiosi e, quindi, verso imprese virtuose. Tuttavia, rispetto alla dimensione delle banche, la letteratura accademica ha mostrato che le banche di piccola dimensione (anche quelle non altamente capitalizzate) non hanno perseguito una strategia di riposizionamento del portafoglio creditizio e hanno invece mantenuto all'incirca stabile il volume e la rischiosità dei loro attivi. Gli autori sostengono che tale anomalia sia dovuta alla presenza di *soft information* che le banche più piccole riescono a raccogliere e gestire. In tal senso, il modello di *relationship banking* tenderebbe a mitigare gli effetti del razionamento del credito rispetto al modello di *transaction banking*.

Riguardo alla morfologia e alla dipendenza del settore economico dal settore bancario, la letteratura accademica ha evidenziato che la crisi del credito è stata più pronunciata nei paesi in cui il canale bancario ha rappresentato la maggior, se non l'esclusiva, fonte di accesso al credito per le imprese (Veron, 2013). Tutti i sistemi bancocentrici (tipicamente quelli europei) hanno fatto registrare un razionamento del credito maggiore rispetto ai sistemi più aperti al mercato quali, ad esempio, quelli di matrice anglosassone⁸. In tali sistemi, le imprese hanno potuto sopperire alla crisi creditizia ricorrendo maggiormente al supporto dei capitali di mercato e all'approvvigionamento di canali alternativi che, specialmente per le microimprese, hanno potuto rappresentare un discreto contributo alla copertura dei loro fabbisogni finanziari. La dipendenza delle imprese dal canale bancario è stato dunque uno dei fattori che ha inciso maggiormente sul razionamento del credito, in particolare, sotto l'aspetto della dimensione del credito disponibile. Sotto questo profilo, è stato anche dimostrato che il razionamento del credito influisce maggiormente sulle piccole e microimprese che sono poi quelle che hanno più difficoltà ad accedere a canali alternativi di finanziamento (Chava e Purnanandam, 2011)⁹.

Ad aver avuto un impatto sulle condizioni di accesso al credito, è stata anche la dimensione e l'età delle imprese. Le evidenze empiriche hanno mostrato che le piccole imprese e quelle più giovani hanno sofferto maggiormente il razionamento del credito (Artola e Genre, 2011). Ciò in quanto le banche, in condizioni di crisi economica, tendono a preferire i rapporti con le grandi imprese che,

⁸ Tuttavia è opportuno segnalare che anche negli Stati Uniti, la maggior parte dei loro fabbisogni finanziari delle piccole e medie imprese è finanziato dagli intermediari creditizi.

⁹ Vale la pena sottolineare che alcuni contributi hanno evidenziato che la dimensione non costituisce un elemento significativo per l'accesso al credito (Ferrando e Griess Haber, 2013).

normalmente, sono più remunerativi e duraturi¹⁰, rispetto a quelli con le piccole o giovani imprese che invece non hanno un *track record* sufficientemente lungo o affidabile. Queste ultime sono quindi considerate più rischiose.

Complessivamente, la letteratura accademica appena discussa evidenzia che il problema della crisi del credito dipende dalle contingenze e dal comportamento di una serie di attori economici e di fattori e variabili esogene ed endogene alle imprese, tale per cui risulta particolarmente complesso rintracciare un'unica causa e, di conseguenza, un'unica ricetta risolutiva. Ciò che è evidente, è che la crisi non è ristretta alla sola Italia o ai soli paesi ex-PIIGS, ma invece è una crisi globale che ha riguardato tutte le economie del mondo (anche le migliori). In questo contesto, ciò che effettivamente interessa è capire perché, in alcuni di questi paesi, la crisi sia stata più intensa e ciò, come abbiamo visto, dipende da specifici fattori strutturali e morfologici di ogni sistema economico nazionale. L'Italia è caratterizzata da una capacità di spesa pubblica ridotta, da un debito pubblico tra più elevati del mondo, da una politica industriale assente, da un sistema bancario all'epoca dei fatti non adeguatamente capitalizzato, dall'assenza di canali alternativi a quello bancario e da un sistema economico basato sulle piccole e medie imprese. Tutti fattori che non provengono dal di fuori dei nostri confini nazionali e i quali, secondo quanto evidenziato dalla letteratura, rappresentano le cause principali dell'aggravarsi della crisi finanziaria.

Le criticità appena discusse evidenziano la necessità di focalizzare l'attenzione sull'Italia e, più in particolare sul rapporto banca-impresa che ha caratterizzato la crisi finanziaria. Come vedremo nel paragrafo seguente, le evidenze empiriche mettono in luce

¹⁰ Sotto questo profilo la letteratura accademica ha evidenziato che la durata della relazione bancaria mitiga la probabilità di default dell'impresa (Carbò-Valverde et al., 2012).

come il restringimento dei criteri di affidamento, rappresenta un effetto del tutto fisiologico rispetto alle criticità del sistema bancario, del livello di rischio Paese e di quello del sistema produttivo.

Le determinanti dell'accesso al credito bancario dopo la crisi finanziaria: l'analisi del *Bank Lending Survey* sul sistema bancario italiano

Restringendo il campo di analisi all'Italia, un utile strumento per avere un quadro complessivo sul problema del razionamento del credito è rappresentato dal *Bank Lending Survey* (da ora BLS)¹¹. Il BLS è l'indagine svolta trimestralmente a livello europeo sulla situazione del credito bancario con l'obiettivo di avere un quadro complessivo sull'efficacia del meccanismo di trasmissione di politica monetaria e dunque sulla quantità di credito e sulle condizioni applicate dalle banche nella concessione dei prestiti all'economia (in particolare famiglie e imprese). Il BLS permette inoltre di avere contezza dei fattori che incidono sull'erogazione del credito verso il finanziamento del sistema economico e quindi di individuare gli ostacoli al corretto funzionamento del meccanismo creditizio. Il campione di banche che partecipa al BLS è composto da 110 unità e per l'Italia aderiscono 8 gruppi bancari che rappresentano circa due terzi del mercato dei prestiti del nostro paese¹².

Le analisi che seguiranno in questo paragrafo, si fondano sulla combinazione di dati provenienti dai BLS sul sistema Italia a parti-

¹¹ Il BLS è un sondaggio che offre il punto di vista delle banche e non delle imprese. Nonostante ciò possa essere considerata una lettura limitata del fenomeno che ci occupa, tuttavia la visione delle banche è ciò che più interessa in quanto, essendo un sistema bancocentrico, in Italia il credito all'economia reale giunge per la maggior parte dalle banche, in particolare, nel caso delle piccole e micro imprese.

¹² Cfr. nota metodologica "Indagine sul Credito Bancario", Giugno 2014, Banca d'Italia.

re dall'anno 2007 (anno in cui la letteratura accademica individua l'inizio della crisi finanziaria) fino all'ultimo aggiornamento disponibile alla data di stesura del lavoro, e su dati di sistema raccolti dalle Relazioni Annuali della Banca d'Italia. L'analisi si focalizzerà sul rapporto banca-impresa tralasciando dunque i dati riferiti alle famiglie. L'obiettivo fondamentale dell'analisi proposta è quello di osservare se e in quali periodi vi sia stata una restrizione creditizia e quali siano state le cause che hanno inciso maggiormente sull'afflusso di capitale di credito bancario verso le imprese.

La prima domanda a cui ci si pone l'obiettivo di rispondere è se effettivamente vi sia stata una restrizione creditizia. Sotto questo profilo, la *figura 1* mette in relazione la variazione dei prestiti su base annuale¹³, rispetto alle variazioni dell'entità del restringimento dei criteri affidamento operato dalle banche, e alla variazione della domanda di credito delle imprese¹⁴.

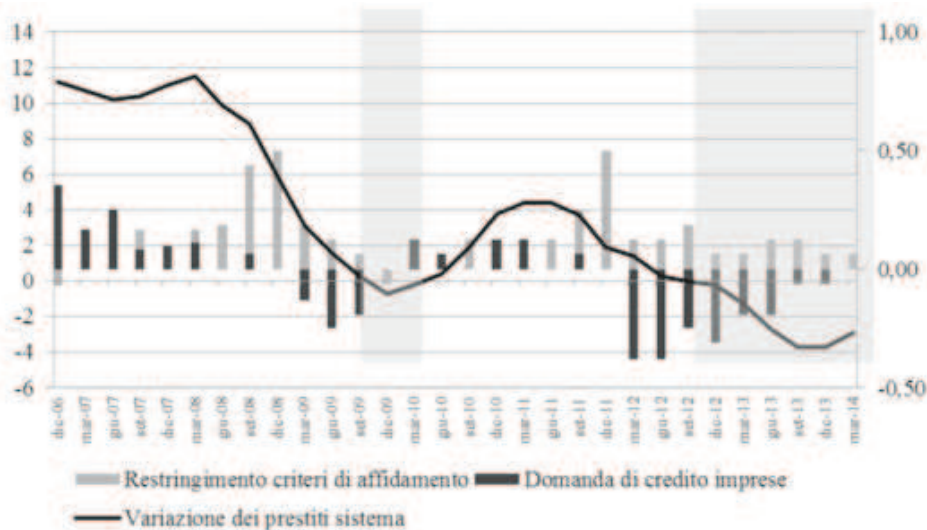
Come è possibile osservare nella *figura 1*, il restringimento dei criteri di affidamento delle banche italiane si concentra in due momenti fondamentali. Il primo quello corrispondente alla crisi creditizia (ovvero i sub-prime e il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers' – settembre 2008 –), il secondo, quello relativo all'apice della crisi del debito sovrano italiano iniziata nell'ultimo trimestre 2011. A seguito di questi fattori di *shock* nel sistema, sono seguite le due fasi di riduzione dell'erogazione del volume dei prestiti. In particolare, la contrazione si manifesta inizialmente tra il secondo semestre 2009 e il primo trimestre 2010, e, successivamente, nel settembre 2012 fino a marzo 2014.

¹³ I dati sono stati raccolti dalle variazioni esposte nella Relazione Annuale della Banca d'Italia.

¹⁴ Tutti i dati sui criteri di affidamento e sulla domanda di credito sono estratti dall'indice di diffusione del BLS. Con l'indice di diffusione si associano dei valori numerici (1; 0,5; 0; -0,5; -1) a risposte qualitative. Le singole corrispondenze sono riportate nella legenda della *figura 1*.

Specularmente alla contrazione del volume dei prestiti, vale la pena porre attenzione anche ai valori registrati per la domanda di credito, in quanto il *credit crunch* si realizza solo nel momento in cui ad una domanda di credito bancabile, si contrappone un restringimento dei criteri di affidamento che in una situazione di normalità non si sarebbe verificata.

Figura 1 - Il *credit crunch* nel sistema economico italiano



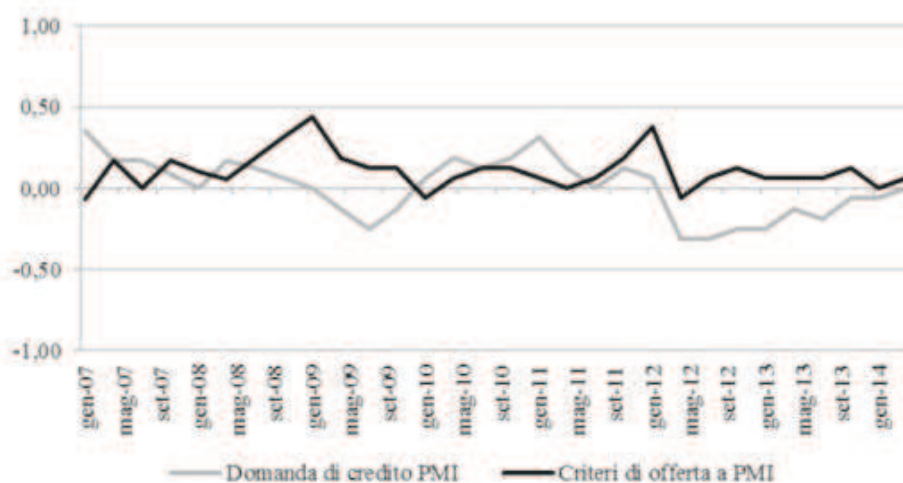
La scala a sinistra del grafico individua le variazioni percentuali del volume dei prestiti. La scala a destra si riferisce ai valori del BLS che corrispondono, per i valori di offerta del credito, a: (1) notevole irrigidimento; (0,5) moderato irrigidimento; (0) sostanziale stabilità; (-0,5) moderato allentamento; (-1) notevole allentamento. Per quanto riguarda invece la domanda di credito: (1) notevole espansione; (0,5) moderata espansione; (0) sostanziale stabilità; (-0,5) moderata contrazione; (-1) notevole contrazione.

Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia¹⁵

¹⁵ I dati rispetto alle variazioni annuali dei prestiti sono state raccolte dalle Relazioni Annuali della Banca d'Italia, i dati riferiti al restringimento dei criteri di affidamento e quelli della domanda di credito da parte delle imprese sono stati raccolti dai BLS disponibili sul sito della Banca d'Italia.

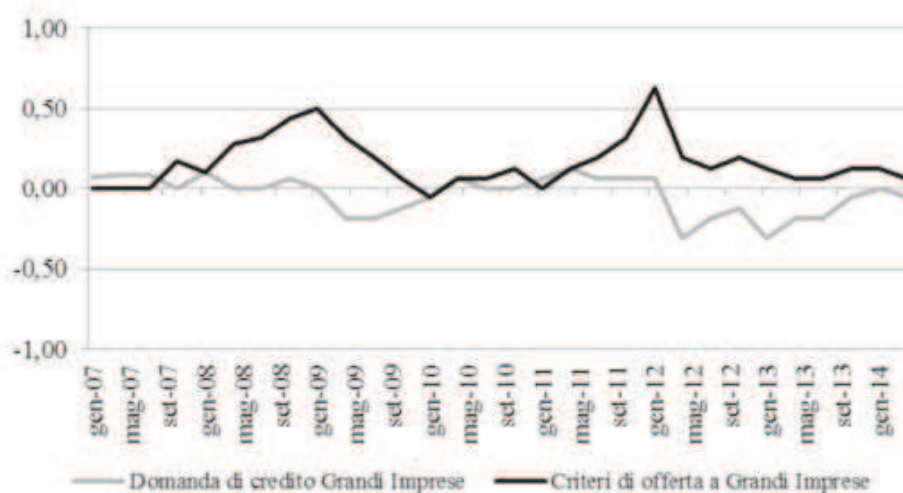
Sotto questo profilo, si precisa sin da subito che non si può (e non si deve) considerare *credit crunch* tutta la domanda di credito rimasta insoddisfatta (anche quella della clientela non meritevole), ma al contrario, solo quella che, in condizioni di corretto funzionamento del canale creditizio, avrebbe comunque ricevuto un affidamento. Inoltre è pur vero che la riduzione della domanda possa essere la conseguenza di una rinuncia da parte delle imprese alla richiesta di un credito inaccessibile per effetto del mutamento delle condizioni di offerta, ma nei dati disponibili e analizzati in questa sede risulta impossibile fare inferenza su tali circostanze. Ciò che è possibile osservare invece è che nella seconda fase della crisi (ovvero quella del debito sovrano) l'effetto della riduzione della domanda di credito delle imprese è maggiore rispetto al restringimento dei criteri di offerta operato dalle banche. Ciò segnala che le criticità sottostanti al fenomeno del *credit crunch* non sono unilateralmente ascrivibili alle banche, ma al contrario anche ad alcuni fattori riconducibili al sistema impresa.

Figura 2 - Domanda e offerta di credito alle PMI



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia

Figura 3 - Domanda e offerta di credito alle grandi imprese



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia

Separando gli effetti della restrizione creditizia tra PMI e grandi imprese (rispettivamente *figura 2* e *figura 3*), si osserva un'ulteriore evidenza particolarmente interessante. Dal confronto dei due grafici, si possono mettere in evidenza le seguenti tendenze strutturali:

- Nonostante la continua attenzione alla concessione del credito da parte delle banche che si traduce in un costante restringimento dei criteri di affidamento lungo tutto l'arco temporale di osservazione, la restrizione maggiore ha riguardato prevalentemente i due momenti fondamentali della crisi (crisi creditizia e crisi del debito sovrano), sia per le PMI che per la grandi imprese;
- La restrizione dei criteri di affidamento è stata rilevante non solo per le piccole e medie imprese, ma anche per le grandi imprese (i valori per le grandi imprese arrivano oltre lo 0,5 = moderato irrigidimento);

➤ Gli effetti della restrizione creditizia che si è sviluppata a partire dal settembre 2012 sembra causata non solo da un parziale restringimento dei criteri di offerta, ma anche da una minore domanda di credito, sia da parte delle PMI, che delle grandi imprese.

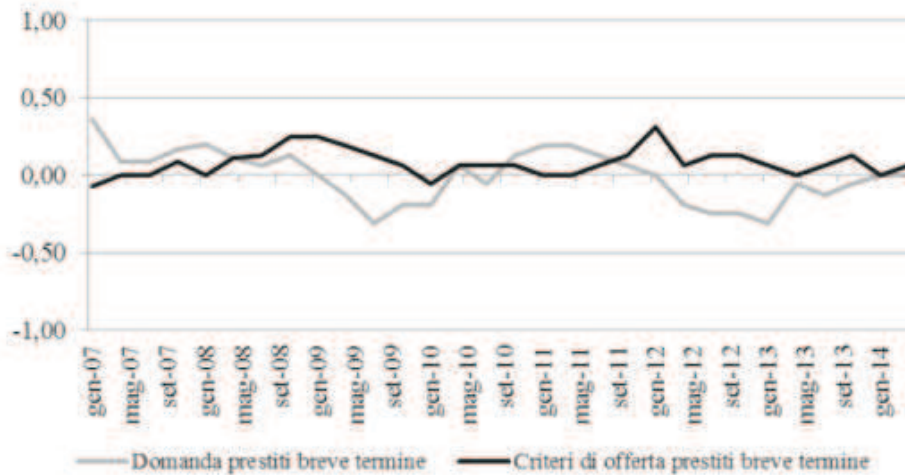
La restrizione creditizia ha poi riguardato maggiormente i prestiti a lungo termine piuttosto che quelli a breve termine evidenziando una particolare criticità nel finanziamento degli investimenti rispetto ai fabbisogni di breve termine (*figura 4 e figura 5*). Anche in questo caso, si può notare come i criteri di affidamento siano stati quasi costantemente più restrittivi lungo tutto l'orizzonte temporale analizzato mentre, al contrario, la domanda di credito è stata caratterizzata da fasi altalenanti, ma negli ultimi due anni strutturalmente in contrazione sia per i prestiti a breve che per quelli a lungo termine.

A conferma di quanto sostenuto, osservando la *figura 6* che illustra le motivazioni sottostanti alla domanda di credito delle imprese, dai dati emerge che la domanda di credito si è concentrata quasi esclusivamente verso la ristrutturazione del debito preesistente e verso il finanziamento dell'attivo circolante.

Parimenti, si è osservata una contrazione persistente a livello aggregato della domanda di credito per la crescita, sia interna (investimenti in capitale fisso), che esterna (fusioni e acquisizioni). La condizione delle imprese italiane di trovarsi a richiedere un "finanziamento per la sopravvivenza" e non un "finanziamento per la crescita" può rappresentare dunque un primo elemento di approdo per riflettere sulle cause sottostanti alla riduzione alla contrazione del volume dei prestiti alle imprese. La mancanza di investimenti, e quindi della crescita attesa dei flussi di cassa dell'attività d'impresa è probabilmente uno dei motivi principali (ma non l'unico) che può aver spinto le banche a ridurre la disponibilità di credito

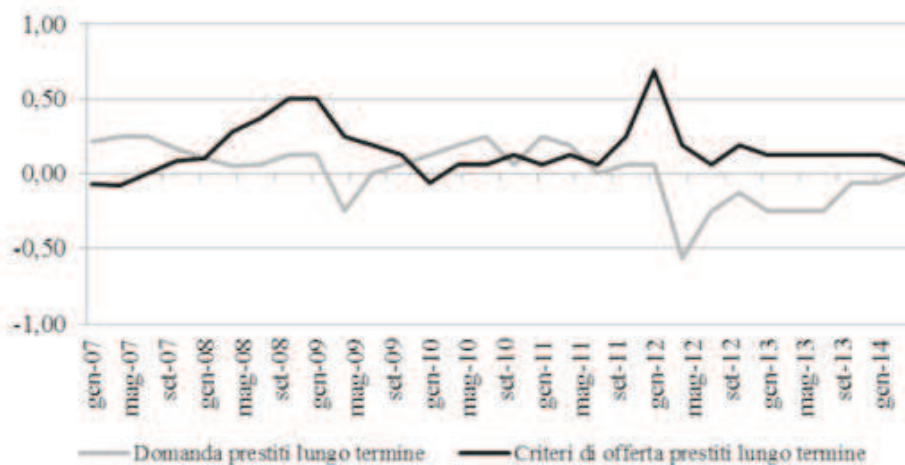
proprio in funzione di una minore capacità attesa di ripagare le obbligazioni future.

Figura 4 - Domanda e criteri di offerta prestiti di breve termine



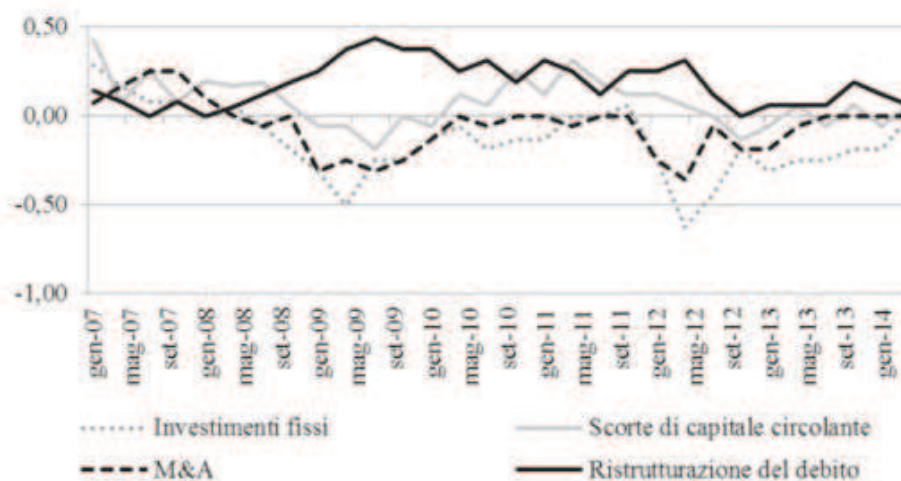
Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia

Figura 5 - Domanda e criteri di offerta prestiti lungo termine



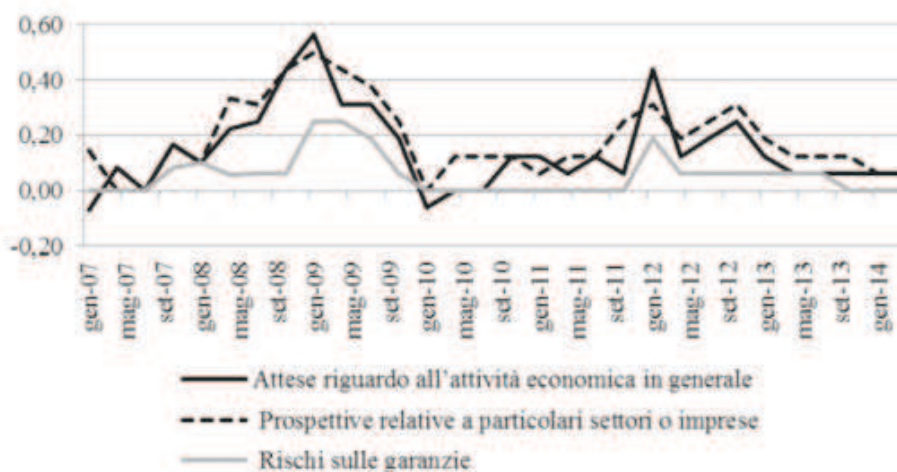
Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia

Figura 6 - Motivazioni sottostanti alla domanda di credito delle imprese



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia

Figura 7 - Motivazioni alla base dell'irrigidimento dei criteri di affidamento



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia

Ad evidenza di ciò, la *figura 7* mostra quali sono state le principali motivazioni sottostanti all'irrigidimento dei criteri di affidamento applicati dalle banche. Dall'analisi dei risultati emerge che la principale criticità riguarda proprio le prospettive di sviluppo e di crescita di settori e di imprese, nonché delle attese sulla crescita economica in generale. Dal combinato disposto delle motivazioni sottostanti alla domanda di credito e delle ragioni di principale cautela nell'attività di erogazione operata dalle banche, emerge dunque che le condizioni di elevata incertezza sulla crescita economica e sulla capacità delle imprese italiane di competere e svilupparsi sui mercati sia stata la principale causa del restringimento dei criteri di affidamento.

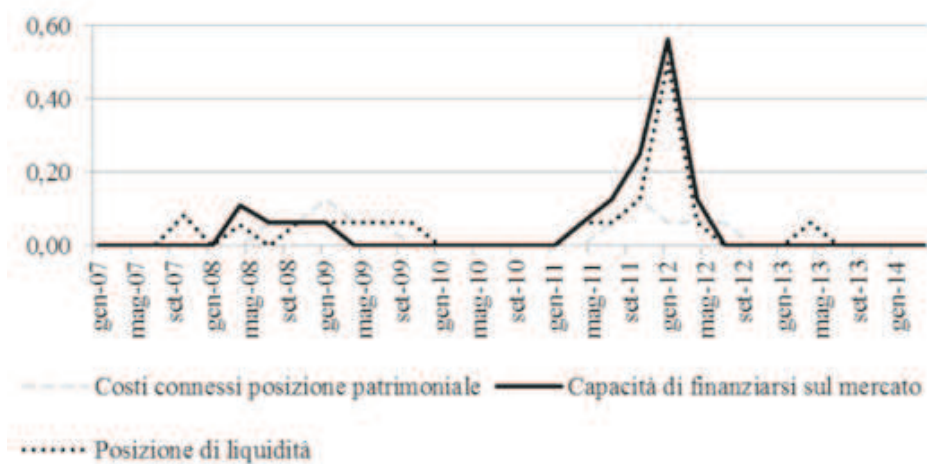
Alle criticità proprie delle imprese, si devono poi aggiungere quelle delle banche con particolare riguardo ai vincoli di bilancio sul capitale e sulla liquidità (vincoli incrementati dalla regolamentazione di Basilea 3) che possono incidere in modo determinante sulla capacità di erogazione del credito¹⁶ (*figura 8*).

Oltretutto, l'effetto del deterioramento del portafoglio creditizio che ha causato una crescita più che proporzionale del valore delle sofferenze rispetto al volume degli impieghi erogati (*figura 9*) ha contribuito in modo cruciale all'appesantimento delle strutture di bilancio delle banche (meno redditività, abbattimento del patrimonio e autofinanziamento nullo) e, di conseguenza, ad una maggiore attenzione allo *screening* e alla selezione del nuovo credito con un irrigidimento nei termini, nelle condizioni e nell'ammontare degli affidamenti¹⁷.

¹⁶ In particolare, il vincolo regolamentare sull'adeguatezza patrimoniale posto da Basilea 2 che richiede alle banche quote di capitale aggiuntivo nel momento in cui il sistema reale ha più bisogno di credito, costituisce uno dei fattori che ha contribuito alla restrizione del volume dei prestiti. Questo fenomeno è definito come prociclicità della regolamentazione a cui la normativa di Basilea 3 cerca di dare una soluzione. Per un approfondimento si veda Panetta et al. (2009).

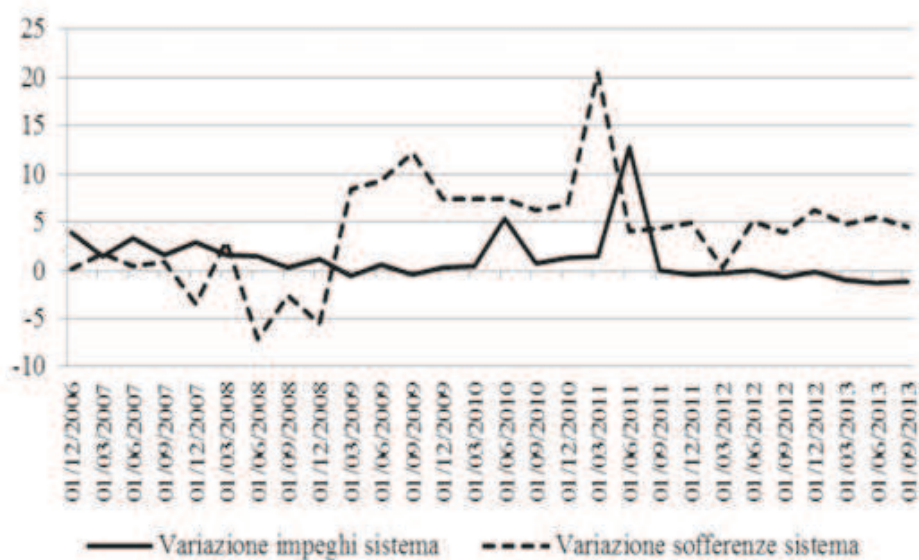
¹⁷ Per un approfondimento sulle criticità del sistema bancario italiano si veda la Relazione Annuale sul 2013 della Banca d'Italia.

Figura 8 - Principali vincoli di bilancio delle banche nella restrizione creditizia



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia

Figura 9 - Variazione degli impieghi e variazione delle sofferenze

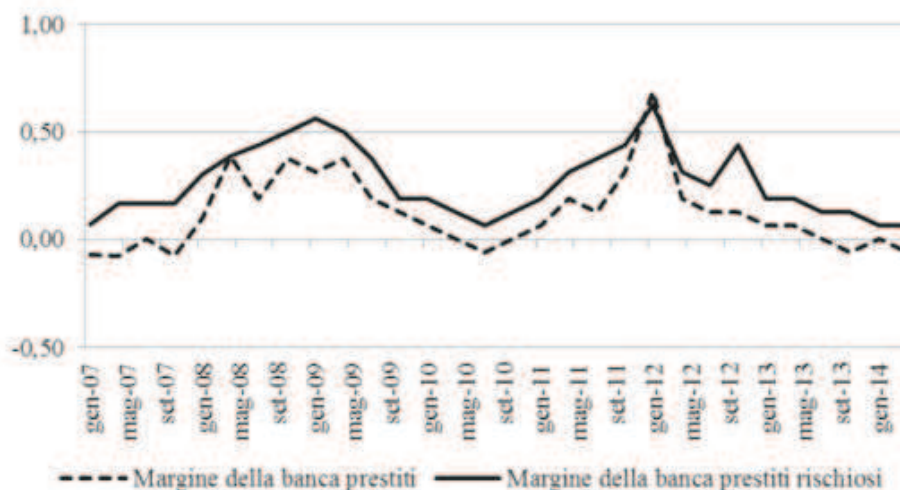


Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia

Il risultato dell'irrigidimento delle condizioni di accesso al credito è rappresentato da una serie di effetti sui requisiti necessari per l'ottenimento dei fondi richiesti. Come è possibile osservare nelle *figure 10 e 11*, la restrizione creditizia si è manifestata principalmente sull'aumento del costo del credito che, tuttavia, in termini aggregati, a partire dal luglio 2013 sembra trovare una parziale riduzione. Si osserva invece una maggiore onerosità per i prestiti più rischiosi.

Il restringimento dei criteri di affidamento si ripercuote non solo sul costo in senso stretto del credito, ma anche su tutti gli altri elementi caratteristici di un prestito: oneri addizionali, ammontare erogato, attività richieste a garanzia e scadenze. Sotto questi profili la situazione è stata sempre sotto tensione nell'orizzonte temporale analizzato con particolare riguardo ai periodi immediatamente successivi all'inasprimento delle due fasi della crisi.

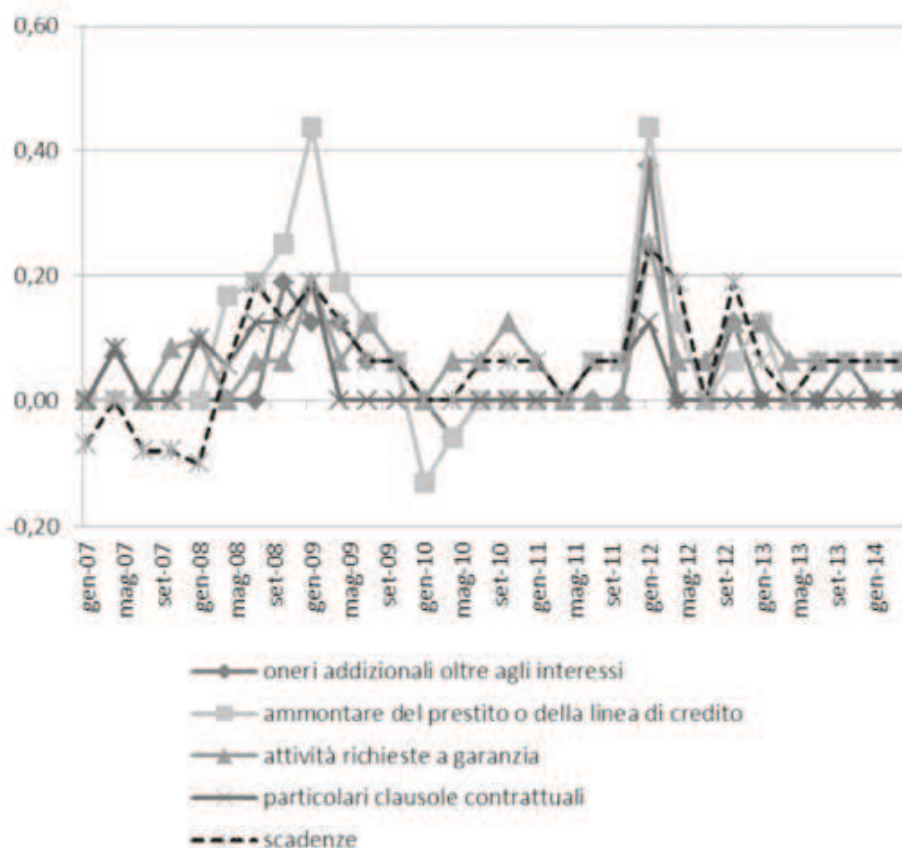
Figura 10 - Margini sui prestiti per effetto dell'irrigidimento dei criteri di affidamento



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia

Dall'analisi svolta sulle condizioni del mercato del credito bancario italiano emerge chiaramente che la lettura del fenomeno del razionamento del credito conferma quanto evidenziato dalla letteratura accademica (si veda paragrafo primo). Il *credit crunch* deve essere interpretato alla luce delle criticità non solo dal lato dell'offerta di credito (le banche), ma anche quelle dal lato della domanda (le famiglie e le imprese), e da quello del contesto economico di riferimento. Nei fatti, la combinazione delle problematiche evidenziate hanno avuto molteplici effetti tra cui quello di amplificare l'intensità del restringimento dei criteri di affidamento (Hempell e Sorensen 2010).

Figura 11 - Effetti del restringimento dei criteri di affidamento



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia

Quali possibili soluzioni al problema del razionamento del credito?

Dopo aver analizzato le criticità che incidono sul problema del razionamento del credito, e aver discusso quali sono le evidenze nel caso italiano, sembra ora opportuno concentrarsi sulla discussione delle strategie perseguibili per ritornare ad una condizione di normalità di afflusso di capitale di credito verso l'economia reale.

Il primo tassello essenziale è rappresentato dal mantenimento di una politica monetaria accomodante. La BCE ha messo in campo tutti gli strumenti possibili, anche se sembra che le capacità di stimolo monetario possano essere ancora maggiori rispetto a quelle che abbiamo visto fino ad ora. In ogni caso, tali condizioni straordinarie hanno permesso alle banche di superare la crisi creditizia e il congelamento del mercato interbancario e istituzionale, consentendogli di usufruire di un'abbondante disponibilità di funding ad un costo ridotto. Il mantenimento di una politica monetaria espansiva, opportunamente congegnata per evitare la resilienza o le frizioni del meccanismo di trasmissione degli stimoli monetari attraverso le banche, rappresenterà uno strumento essenziale per garantire l'afflusso di credito verso l'economia reale e promuovere una crescita solida e strutturale. In questa direzione vanno proprio i già citati T-LTRO vincolati all'erogazione di prestiti e le annunciate operazioni di acquisto di *asset backed securities* (ABS) derivanti dalla cartolarizzazione di attivi creditizi.

Insieme a queste precondizioni, sarà necessario consolidare il percorso ormai avviato verso una maggiore stabilità e credibilità del settore bancario. Sotto questo profilo, la letteratura ha evidenziato che il processo di "riabilitazione" delle banche, a causa di una crisi creditizia, è però caratterizzato da tempi molto lunghi (Abiad et al 2011) e, oltretutto, con evidenti ricadute in termini di costi

sia privati che collettivi. La crisi del 2007 non ha fatto eccezioni a questa regola. In Europa, dopo sette anni dall'inizio della crisi finanziaria, il processo di recupero della stabilità bancaria e finanziaria è ancora in divenire. Nelle prime fasi della crisi si è assistito ad un massiccio intervento pubblico nel capitale delle banche (non solo capitale di rischio)¹⁸, al quale poi sono seguite strategie di deleveraging e dismissione delle attività *non-core*, insieme ad imponenti svalutazioni degli attivi di bilancio. Successivamente, in una seconda parte della crisi, grazie anche all'ingresso della nuova regolamentazione di Basilea 3 e alla *moral suasion* delle Autorità di vigilanza, le banche, compatibilmente con le condizioni dei mercati finanziari, hanno avviato delle strategie di *liquidity* e *capital management* e intrapreso operazioni di aumento di capitale. Questo processo di pulizia di bilancio, che ovviamente ha avuto un impatto rilevante sull'inasprimento dei criteri di affidamento¹⁹, sembra ora giungere alle sue fasi conclusive attraverso la procedura di verifica degli attivi di bilancio e della capienza della base patrimoniale degli intermediari finanziari. Tale esercizio promosso dalla BCE, noto con il nome di *Asset Quality Review* (AQR) e *Stress Test* produrranno dei risultati che verranno pubblicati nel mese di ottobre 2014. L'esito di questa verifica sarà fondamentale per ristabilire un clima di fiducia e quindi porre le basi per una ripresa dell'attività creditizia. Al percorso di ricostruzione potranno ulteriormente contribuire le operazioni di vendita delle attività *non-performing* a *specialist* della gestione del credito problematico,

¹⁸ In Italia, l'unico intervento pubblico ha interessato la Banca Montepaschi di Siena attraverso le *tranches* dei cosiddetti Tremonti e Monti bond. Le obbligazioni erano remunerate ad un costo particolarmente elevato tale che ha forzato il debitore (la Banca) a rimborsare le obbligazioni attraverso un ingente aumento di capitale.

¹⁹ Infatti la regolamentazione impatta direttamente sulle condizioni con cui il credito viene erogato. Le richieste di modificazione dei vincoli di bilancio ricadono necessariamente sul processo creditizio e sui criteri di affidamento.

oppure attraverso l'attribuzione dei crediti deteriorati a *bad bank* di sistema create ad-hoc. Il percorso verso la normalizzazione sembra comunque avviato. Segnale di questo ritorno alla normalità sono, ad esempio, le nuove operazioni di cartolarizzazione di alcuni grandi istituti bancari italiani che non emettevano questi titoli dall'inizio della crisi finanziaria.

Ma le soluzioni alla crisi creditizia devono venire anche dal lato della domanda di credito, ovvero dalle imprese. In particolare, esse dovrebbero promuovere dei miglioramenti sostanziali sotto i seguenti profili: trasparenza di bilancio, gestione della finanza, crescita dimensionale e apertura del capitale, riduzione della dipendenza dal canale bancario.

Riguardo al tema della trasparenza dei bilanci, recenti studi accademici hanno evidenziato che più alta è l'opacità dei dati e rilevanti le asimmetrie informative, maggiore il costo del debito e minore la disponibilità dei volumi finanziati. L'azzardo morale da parte dei prenditori dei fondi e il conseguente problema della selezione avversa²⁰ rendono imperfetto anche il mercato del credito. Per ridurre le asimmetrie informative tra il datore e il prenditore dei fondi, la trasparenza dei dati di bilancio e la cosiddetta *disclosure* possono avere certamente un ruolo determinante. Infatti, le evidenze empiriche hanno mostrato che le imprese che investono in *disclosure* registrano, in media, un costo del capitale inferiore, una più lunga durata del finanziamento e una minore richiesta di garanzie collaterali (Bharat et al., 2008). La qualità del bilancio, nel senso di attendibilità dei dati, permetterebbe alla banca di stimare un flusso operativo veritiero e sostenibile, con il risultato di riuscire a prezzare correttamente il livello di rischio e di ridurre così il fenomeno della selezione avversa. Al contrario, l'opacità del bilancio obbligherebbe la banca a richiedere maggiori garan-

²⁰ Per un approfondimento sul tema dell'azzardo morale e della selezione avversa si veda Akerlof (1970).

zie e clausole contrattuali che hanno l'effetto di innalzare il costo dell'accesso al credito bancario²¹. Questi sono infatti principali meccanismi attraverso cui le banche si coprono dall'azzardo morale dei prenditori dei fondi. Una maggiore trasparenza del bilancio aiuterebbe le imprese, non solo a raccogliere più facilmente risorse finanziarie anche da canali alternativi a quello bancario, ma anche ad ottenere forme di garanzie personali da parte di soggetti esterni quali, ad esempio, i Confidi²².

Oltre al problema della trasparenza dei bilanci, vale la pena considerare ulteriori evidenze empiriche che dimostrano quali altre aree di intervento siano perseguibili per mitigare il razionamento del credito. Una di queste è ovviamente la buona performance operativa. Rispetto ai fondamentali di bilancio, Ferrando e Mulier (2013) hanno sottolineato che imprese più profittevoli hanno meno probabilità di incorrere in restrizioni al finanziamento bancario, ciò in quanto l'interesse della banca si fonda sulla capacità di rimborso del servizio del debito attraverso il flusso operativo. Ulteriori evidenze hanno mostrato che le imprese con maggior capitale circolante e con più bassi *leverage ratio* sono quelle che trovano meno difficoltà ad accedere al credito. Ciò tuttavia non sorprende, in quanto tutti questi indicatori sono segnaletici di una buona salute economica e finanziaria di un'impresa. Da ciò si ritorna però al problema della qualità dei dati che, ancora una volta, risulta determinante per ottenere condizioni di accesso al credito più favorevoli. Ciò in quanto le banche valutano le imprese considerando una serie di informazioni disponibili in cui la *hard information* (e quindi i dati contabili) hanno un peso determinante rispetto alla *soft information* (informazioni qualitative) nel preve-

²¹ Questi sono i principali meccanismi attraverso cui le banche si coprono dall'azzardo morale dei prenditori.

²² Vale comunque la pena ricordare che la qualità del dato di bilancio, ovviamente, sconta anche l'effetto fiscale che, oltre determinati livelli, rappresenta un incentivo per i proprietari a redigere un bilancio opaco.

dere la probabilità di default (McCann e Mc Indoe-Calder, 2012). Di conseguenza, un'alta qualità del dato e una buona performance relativa sono in grado di incidere positivamente sulla determinazione del merito di credito delle imprese.

Tra le aree di lavoro proposte, si deve anche menzionare l'importanza della funzione finanziaria aziendale. La gestione della finanza delle piccole e micro imprese è spesso considerata come una funzione collaterale a quella operativa e commerciale, con il conseguente errore di disgiungere la pianificazione strategica da quella finanziaria. Una bassa qualità della gestione finanziaria può portare a problemi nella gestione del circolante e nella corretta selezione di investimenti di lungo periodo in grado di remunerare il rischio sostenuto. A ciò, si aggiunga la diffusa inconsapevolezza di alcune forme tecniche disponibili e l'incapacità di valutarne l'efficienza rispetto alla capienza dei flussi operativi, alla struttura finanziaria e al ciclo del circolante. Il "deficit" di finanza nelle piccole e micro imprese è da imputarsi prevalentemente sia all'assetto di governance (che risulta piuttosto ambiguo con la proprietà), che alla confusione tra la finanza aziendale e patrimonio personale. La reticenza all'investimento nella qualità della gestione della finanza aziendale sembra derivare dal fatto che la dotazione di una funzione ad-hoc abbia dei costi fissi e ricorrenti che riducono la redditività complessiva. Al contrario, è opportuno segnalare che la funzione finanziaria sia da percepire invece come vitale all'interno dei processi operativi. Infatti un'azienda che non accompagna una pianificazione finanziaria a quella operativa può trovarsi, ad esempio, ad avere ordini di lavorazione senza detenere una disponibilità liquida per procedere alla sua realizzazione²³. Disequilibri finanziari di questo tipo incidono sulla capacità di sopravvivenza di

²³ Questa circostanza è anche correlata al problema dell'immobilizzo dei crediti, condizione in cui le imprese non riescono a incassare i crediti commerciali dai propri clienti. Su questi temi, si veda anche Comana e Previtali (2011).

un'impresa poiché permettono di evitare un eccessivo drenaggio (fino al prosciugamento) della liquidità aziendale. A parere di chi scrive, sembra dunque essenziale investire in risorse qualificate che abbiano la preparazione e la competenza per gestire la finanza aziendale, non solo sotto il profilo fiscale o quello della consultazione dei conti correnti e delle linee di credito, ma anche in termini di gestione degli strumenti tecnici più complessi ed evoluti, più adatti a soddisfare il raggiungimento di un equilibrio economico e finanziario di lungo periodo.

Sempre sul lato delle imprese, risulta particolarmente importante lavorare sull'apertura del capitale, sulla dotazione patrimoniale e la dimensione delle medie, piccole e micro imprese. Le evidenze della letteratura hanno evidenziato che un rapporto di leva finanziaria più basso riduce il costo e la disponibilità del finanziamento. Questa circostanza (piuttosto ovvia), tuttavia si scontra con la realtà del sistema imprenditoriale italiano, ancora caratterizzato da livelli di indebitamento eccessivi rispetto alla dotazione patrimoniale e ad una chiusura della compagine azionaria. Aumentare la dimensione aziendale costituisce uno scudo importante rispetto alla vulnerabilità della piccola impresa, soprattutto quando la globalizzazione e la concorrenza spingono sempre più in alto l'asticella della produttività e dell'innovazione. In questi termini, l'apporto di capitale di rischio anche esterno a quello della proprietà, può rappresentare una buona soluzione per investire in una crescita dimensionale solida, di qualità e di lungo periodo. Maggiore capitale di rischio è dunque uno degli elementi essenziali per ridurre la vulnerabilità delle imprese e aumentare la capacità di accesso al credito bancario. D'altra parte se non è lo stesso imprenditore a credere nella propria idea, cosa dovrebbe spingere le banche a crederci più di lui?

Per contribuire alla mitigazione degli effetti del *credit crunch*, si accompagnano poi ulteriori soluzioni mirate alla riduzione del-

la dipendenza delle imprese dal credito bancario. Ci si riferisce, in particolare, alla possibilità di accesso ai finanziamenti europei nell'ambito dei progetti di ricerca e innovazione, ad esempio, nell'ambito di Horizon 2020 o del COSME²⁴, oppure usufruire delle opportunità di finanziamento e garanzia del Fondo Europeo e della Banca Europea degli Investimenti (rispettivamente FEI e BEI). Forme alternative di raccolta potrebbero provenire anche dal canale dei cosiddetti *private placement*, oppure attraverso l'emissione dei *mini-bond* che tuttavia richiedono particolari requisiti e caratteristiche sia in termini di dimensione aziendale, che di trasparenza. Con meno capienza finanziaria, è possibile usufruire anche di canali alternativi più facilmente accessibili quali, ad esempio, il *social lending* e il *crowdfunding*. Tali modalità di richiesta di risorse finanziarie sono tuttavia marginali per coprire i fabbisogni di finanziamento di un'azienda anche di piccolissime dimensione, ma tuttavia possono rappresentare forme di raccolta sufficienti o complementari nel caso, ad esempio, di *seed financing* e di *start-up*.

Conclusioni

Le evidenze della letteratura hanno mostrato come le crisi sono parte integrante dell'alternarsi dei cicli economici e che i tempi di recupero sono più lunghi per le crisi in cui si verifica uno shock creditizio. La crisi del 2007, nata proprio come una crisi creditizia, si è poi trasformata in una crisi del debito sovrano e, successivamente, in una crisi dell'economia reale in cui si è verificato il fenomeno del *credit crunch*. È chiaro dunque che il razionamento del

²⁴ Programma per la competitività delle imprese e delle piccole e medie imprese che si svolge su un orizzonte temporale di sette anni 2014-2020. Il COSME ha l'obiettivo di promuovere l'imprenditorialità attraverso l'aumento della capacità di accesso a risorse finanziarie alternative a quelle bancarie. La capienza di tale intervento è di 2,3 miliardi di €.

credito non è il risultato diretto dell'indisponibilità delle banche a concedere credito, ma piuttosto la conseguenza dell'interazione di una serie di fattori e di soggetti esogeni ed endogeni al rapporto banca-impresa. E l'intensità di tale interazione ha determinato la maggiore o minore intensità del razionamento del credito verso le imprese. La visione sul problema del *credit crunch* deve quindi essere ampia e poliedrica.

L'analisi dei BLS hanno mostrato come le evidenze della letteratura abbiano un riscontro anche in termini pratici. Sotto questo punto di vista, l'Italia non rappresenta particolari anomalie rispetto agli altri Paesi, ma solo un caso in cui i fattori peggiorativi della restrizione creditizia (prevalentemente le caratteristiche strutturali del sistema economico) coesistono e si autoalimentano in una spirale depressiva. Senza l'intervento della politica monetaria e delle misure di garanzia e supporto da parte dello Stato, gli effetti del razionamento del credito sarebbero stati molto peggiori rispetto a quello che sono effettivamente stati.

Ed è proprio da queste premesse che non è possibile rintracciare una ricetta unica per la ripresa economica. È necessario un intervento differenziato, ma comune di tutti i soggetti che possono incidere sull'allentamento delle condizioni di accesso al credito e sul supporto alla crescita delle imprese: dalla BCE, ai Governi, dalle banche alle imprese. C'è bisogno di una politica monetaria accomodante, di riforme strutturali e di interventi a favore dell'accesso al credito da parte dei Governi, di una maggiore stabilità e trasparenza dei bilanci sia delle banche che delle imprese, e anche di un cambio culturale nella gestione di queste ultime riguardo alla crescita dimensionale, alla gestione finanziaria e alla ricerca di canali alternativi a quello bancario.

Probabilmente sarebbe anche utile rivedere i tempi di *phase-in* delle nuove regole di vigilanza di Basilea 3, regole che sarebbe stato necessario rallentare piuttosto che accelerare.

Infine, con specifico riferimento al caso italiano, sembra opportuno rimarcare il nuovo ruolo di Cassa Depositi e Prestiti all'interno del nostro sistema economico. Il Fondo Strategico Italiano, il Fondo Equity per le imprese italiane, lo strumento dei Plafond e i Finanziamenti Corporate e Project Finance sono solo alcuni degli esempi di come lo Stato Italiano possa esercitare un ruolo trainante per il rafforzamento patrimoniale e la canalizzazione delle risorse finanziarie verso le imprese. Il potenziamento di questi strumenti tecnici e una politica industriale di lungo periodo rappresenteranno certamente due elementi essenziali per avviare un percorso virtuoso verso la crescita e la competizione internazionale del nostro sistema produttivo.

Bibliografia

- Abiad A., Detragiache E., Tressel T., (2008), A New Database of Financial Reforms, *IMF Working Paper*.
- Akerlof G.A., (1970), The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, August, pp.488-500.
- Albertazzi U., Marchetti D.J., (2010), Credit Supply, Flight to Quality and Evergreeing: An Analysis of Bank-firm Relationships after Lehman, Banca d'Italia, *Discussion Papers* n.756.
- Artola C., Genre V., (2011), Euro Area SMEs Under Financial Constraint: Belief or Reality?, *CESifo Working Paper Series* n.3650.
- Ackermann J., (2008), The subprime crisis and its consequences, *Journal of Financial Stability*, vol.4, pp. 329-337.
- Bernake B.S., Gertler M., (1995), Inside the Black-Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transimission, *Journal of Economic Perspectives*, vol.9, pp.27-48.
- Bharat S., Sunder J., Sunder S., (2008), Accounting quality and debt

- contracting, *The Accounting Review*, vol. 83, pp.1-28.
- Bijsterbosch M., Dahlhaus T., (2011), Determinants of Credit-Less Recoveries, *ECB Working Paper* n.1358.
- Blundell-Wignall A., Roulet C., (2013), Bank Lending Puzzles: Business Models and the Responsiveness to Policy, *Journal of Accounting Research*, vol.36, n.1, pp.57-70.
- Bofondi M., Carpinelli L., Sette E., (2013), Credit Supply During a Sovereign Debt Crisis, *Working Paper* n.909, Banca d'Italia.
- Carbò-Valverde S., Degryse H., Rodriguez-Fernandez F., (2012), Lending Relationships and Credit Rationing: The Impact of Securitization, Central Bank of Ireland.
- Chava S., Purnanandam A., (2011), The Effect of Banking Crisis on Bank-Dependent Borrowers, *Journal of Financial Economics*, 99, pp.116-135.
- Ciccarelli M., Maddaloin A., Peydro J.L., (2010), Trusting the Bankers. A New Look at the Credit Channel of Monetary Policy, ECB, *Working Paper* n. 1228, European Central Bank.
- Comana M., Previtoli D., (2011), Il credito e la finanza della micro-impresa, punti di criticità e proposte di miglioramento, *Banche e Banchieri*, n.4, pp.294-310.
- Ferrando A., Mulier K., (2013), Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?, *ECB Working Papers* n.1577.
- Gambetti L., Musso A., (2012), Loan Supply Shocks and the Business Cycle, *ECB Working Paper* n. 1469, European Central Bank.
- Hempell H.S., Sorensen C.K., (2010), The Impact of Supply Constraints on Bank Lending in the Euro Area Crisis Induced Crunching?, *ECB Working Paper* n. 1262, European Central Bank.
- Hyun J.S., Rhee B.K., (2011), Bank Capital Regulation and Credit Supply, *Journal of Banking & Finance*, vol.35, pp. 323-330.

- Iyer R., Lopes S., Peydro J.L., Shoar A., (2010), Interbank Liquidity Crunch and the Firm Credit Crunch: Evidence form the 2007-2009 Crisis, *European Central Bank Working Paper*.
- McCann F., McIndoe-Calder T., (2012), Determinants of SME Loan Default: The Importance of Borrower-Level Heterogeneity, Central Bank of Ireland.
- OECD, (2010), Assessment of Governement Support Programmes for SMEs' and Entrepreneuers' Access to Finance during the Crisis, Paris.
- Panetta F., Angelini P. (a cura di), (2009), Final sector pro-cyclicality – Lessons from the crisis, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia.
- Takàts E., Upper C., (2013), Credit and Growth After Financial Crises, BIS Working Paper n.416.
- Veron N., (2013), Bank Versus Non-Bank Credit, Policy Contributions, 6.
- Wehinger G., (2013), SMEs and credi crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature, *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2013/2.