Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa

Università Cattolica
del Sacro Cuore

M. LOSSANI - F. DE NOVELLIS - F. PANETTA - G. DE FELICE

"LA CONGIUNTURA, LA DINAMICA DEL CREDITO E LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE"

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su
"Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico per lo sviluppo economico in un contesto di sana concorrenza"
Castello dell'Oscano - Perugia, 11 marzo 2010

QUADERNO N. 255

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa

Università Cattolica
del Sacro Cuore

M. LOSSANI - F. DE NOVELLIS - F. PANETTA - G. DE FELICE

"LA CONGIUNTURA, LA DINAMICA DEL CREDITO E LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE"

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su
"Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico per lo sviluppo economico in un contesto di sana concorrenza"
Castello dell'Oscano - Perugia, 11 marzo 2010

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: bpci-assbb@bpci.it
sito web: www.assbb.it

Prof. Marco LOSSANI
Straordinario di Economia Politica - Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

La congiuntura al termine della prima crisi globale del XXI secolo

Siamo giunti quasi al termine del terzo anno trascorso dopo l'avvio della prima crisi globale, manifestatosi nell'ormai lontano agosto 2007. Il periodo peggiore sembra ormai definitivamente alle spalle. L'anno appena concluso ha visto l'avvio della fase di ripresa, a cavallo tra la fine del II e l'inizio del III trimestre, in quasi tutte le economie industrializzate; allo stesso tempo le principali economie emergenti hanno mostrato un'imprevista resistenza alla crisi che ha consentito loro di raggiungere dei tassi di crescita decisamente positivi. La ripresa dell'attività economica si è manifestata contestualmente a un andamento vivace registrato dai mercati finanziari. I mercati di borsa - dopo aver toccato il minimo agli inizi dello scorso mese di marzo - hanno iniziato un *rally* che ha consentito la realizzazione di notevoli *performances*, soprattutto all'interno di alcune economie emergenti che hanno beneficiato intensamente dalla realizzazione di diffuse operazioni di *carry trade*. I mercati dei titoli obbligazionari – sia *corporate* che sovrani – hanno ugualmente garantito degli ottimi risultati, anche grazie all'elevata domanda di bonds espressa da diverse Banche Centrali. Infine, il mercato interbancario è ritornato su condizioni quasi normali, non molto distanti da quelle esistenti prima dell'avvio del periodo di *freeze* che aveva portato lo *spread* tra tassi sull'interbancario e tassi sui titoli del debito pubblico su livelli storicamente mai sperimentati. Nel complesso, è possibile archiviare il 2009 come l'anno migliore del peggior decennio per i

mercati finanziari; un risultato che stride con un andamento dell'economia reale che – benché in corso di miglioramento – ha portato l'economia globale a vivere la prima recessione su scala mondiale degli ultimi 60 anni.

I dati più recenti espressi dalle principali economie industrializzate ed emergenti confermano la presenza di una fase di ripresa che è tuttavia ancora debole e caratterizzata da diffusi elementi di fragilità. Un'analisi più attenta della congiuntura internazionale mostra infatti come pressoché ovunque – all'interno del gruppo dei paesi più industrializzati – la ripresa sia stata sostenuta dal processo di ricostituzione delle scorte e dalla domanda generata dal sostegno espansivo fornito dalla politica monetaria e fiscale. Due elementi che evidentemente non possono costituire il vero motore della crescita nel medio periodo e che contribuiscono ad alimentare qualche dubbio sulla possibilità che l'attuale ripresa possa facilmente tramutarsi in una più robusta e duratura espansione senza un rapido sviluppo della domanda espressa dal settore privato. Il contributo positivo fornito dalla variazione delle scorte trova infatti un limite naturale nel raggiungimento di un adeguato livello di scorte di magazzino. D'altro canto gli stimoli forniti alla domanda aggregata dall'espansione monetaria e fiscale sono destinati a ridursi al trascorrere del tempo, al fine di evitare l'insorgere di altri squilibri. Il mantenimento di un'intonazione decisamente espansiva della politica monetaria può determinare una ripresa del processo inflazionistico, con evidenti riflessi sulle aspettative di inflazione e tramite queste sul livello dei tassi di interesse a lungo termine. In modo simile, il mantenimento di una politica fiscale fortemente espansiva comporta la possibilità (peraltro confermata dalla reazione dei mercati a fronte del problema dei PIGS) di una condizione di insostenibilità delle finanze pubbliche. Stime recente-

mente prodotte sia dal FMI che dall'OCSE mostrano come – a fronte dell'intenso incremento registrato sia dai deficit di bilancio che dallo stock di debito pubblico – sia necessario intervenire quanto prima per evitare che negli anni a venire debbano essere realizzati dei surplus di bilancio primario irrealistici al fine di garantire il riordino dei conti pubblici di molte nazioni.

Nasce quindi la necessità di prefigurare una strategia di "ritiro ordinato" dell'intervento sinora realizzato da Banche Centrali e Ministeri del Tesoro. Si tratta in altri termini di disegnare nel modo più efficace possibile una *exit strategy* che consenta di limitare i rischi connessi alla creazione di altri squilibri – dovuti al mantenimento di politiche economiche troppo lasche per troppo tempo – senza peraltro compromettere la possibilità che la ripresa venga trainata da una ritrovata forza espressa dalla domanda privata, che tuttavia al momento attuale appare ancora un evento poco probabile, in quanto la ripresa in corso è di tipo *jobless*. Sia all'interno degli Usa che dell'Eurozona il mercato del lavoro continua a essere caratterizzato – al netto delle piccole variazioni/sorprese su base mensile – da un tasso di disoccupazione elevato e persistente. Le ultime rilevazioni mostrano un tasso di disoccupazione vicino al 10% negli USA; tenendo conto degli eventuali lavoratori scoraggiati che hanno deciso di abbandonare il mercato del lavoro la stima del tasso di disoccupazione allargato è decisamente maggiore. Una situazione per certi versi analoga sussiste anche all'interno della regione europea ove in alcuni paesi (come la Spagna) la dimensione della disoccupazione ha raggiunto livelli storicamente assai elevati, contribuendo a deprimere il grado di fiducia delle famiglie e in ultima analisi la spesa per consumi.

Peraltro, nonostante le buone perfomances prima menzionate, non va dimenticato che anche i mercati finanziari hanno recentemente vissuto alcuni momenti di

difficoltà. Alla crisi di Dubai, prontamente sedata grazie ad un'operazione di sostegno posta in essere dal vicino emirato di Abu Dhabi, si sono succeduti i problemi islandesi – che hanno condotto allo svolgimento del referendum lo scorso 6 Marzo con cui il popolo islandese ha espresso la sua opposizione ad onorare l'accordo a suo tempo sottoscritto con i creditori britannici e olandesi – e il problema greco, successivamente estesosi al resto dei cosiddetti PIGS.

L'acronimo PIGS non è nuovo. Agli inizi degli anni '90 il settimanale *The Economist* aveva dedicato una celeberrima copertina al problema derivante da una possibile partecipazione alla (allora) costituenda Unione Monetaria Europea da parte di paesi macro economicamente disordinati – quali Portogallo, Italia, Grecia e Spagna (PIGS). La domanda che allora ci si poneva era "Come tenere i PIGS fuori dall'EMU", al fine di garantire la sostenibilità nel tempo dell'Unione stessa. Venti anni più tardi l'acronimo PIGS (dove la I rappresenta al momento l'Irlanda e non più l'Italia) è improvvisamente tornato alla ribalta. Lo scoppio della crisi fiscale greca, unitamente alle conseguenze della crisi finanziaria globale su economie pesantemente coinvolte nella crisi immobiliare (come Spagna e Irlanda) oppure gravate da una continua perdita di competitività (come Portogallo e Grecia), ha riproposto il tema delle conseguenze della presenza dei PIGS per la sopravvivenza di un'unione monetaria ormai giunta al suo dodicesimo anno di vita.

Dietro l'acronimo PIGS in realtà si nascondono delle situazioni abbastanza eterogenee tra loro. Pur riconoscendo che in tutti i paesi – in risposta alla crisi finanziaria globale - si è registrata una politica fiscale decisamente espansiva, il grado di (in)sostenibilità delle finanze pubbliche tende ad essere assai diverso, per effetto di una situazione (esistente prima dello scoppio della crisi) profondamente differente. Il deficit pubblico

in quota di Pil è assai elevato in tutti i PIGS (Grecia, Spagna e Irlanda registrano dei disavanzi pubblici superiori al 12% del Pil, mentre il Portogallo si attesta attorno all'8%). Per contro il debito pubblico è molto consistente in Grecia (oltre il 105%) e Portogallo (80% circa), mentre risulta più contenuto in Spagna e Irlanda (dove è rispettivamente pari al 55 e al 60% del loro Pil). Analogamente vi sono non poche diversità sul fronte della sostenibilità dei conti con l'estero, per effetto sia di una diversa dinamica della domanda interna (spesso sostenuta da una politica fiscale già espansiva anche prima del 2007) che di una perdita di competitività, generata da una crescita dei costi unitari di produzione superiore a quella dei principali partner commerciali (come la Germania). Grecia e Portogallo hanno un deficit di parte corrente vicino al 10% del Pil, mentre Spagna e Irlanda registrano dei disavanzi correnti più contenuti, rispettivamente pari al 6 e al 2% del loro prodotto.

Peraltro le diverse debolezze vengono scontate dai mercati – mediante un differente andamento (crescente) dei differenziali di tasso calcolati rispetto ai rendimenti offerti sui titoli di stato tedeschi o attraverso un diverso (incremento degli) spread sui CDS - che attribuiscono ai membri dei PIGS sia una diversa probabilità che una diversa tempistica della (eventuale) crisi. Grecia e Portogallo sono considerate economie più esposte alla crisi in tempi più brevi. La Spagna (unitamente all'Italia) è giudicata meno esposta al rischio di una crisi immediata che potrebbe eventualmente manifestarsi più in là nel tempo, anche se non prima del 2011. Infine l'Irlanda, grazie ad un piano abbastanza severo di consolidamento fiscale sconta negli ultimi mesi una diminuzione della probabilità di crisi attribuitale dai mercati.

Ciò che desta una certa curiosità nei non addetti ai lavori riguarda i veri motivi che hanno spinto la comu-

nità finanziaria globale a preoccuparsi in modo così intenso del destino di paesi relativamente piccoli, perché – questa è la verità – i PIGS sono e rimangono economie relativamente piccole. L'unica economia "grande" è la Spagna che contribuisce per il 10% alla formazione del prodotto dell'Eurozona. E' dunque lecito chiedersi perché vi siano tanti timori legati alla crisi di economie così piccole. La preoccupazione maggiore deriva dalla possibilità che un eventuale *default* greco – dovuto al mancato rinnovo dei titoli del debito pubblico in scadenza – "contagi" gli altri PIGS e altri paesi dell'UME determinando una situazione d'instabilità finanziaria e reale nell'Unione stessa. Tale scenario sarebbe difficilmente gestibile data l'attuale architettura istituzionale che non prevede la possibilità di un *bail-out* orchestrato da un governo federale (che al momento non esiste). In particolare dal momento che alcuni sistemi bancari europei (segnatamente quelli di Francia e Germania) possiedono una quantità consistente di titoli greci, il rischio ulteriore è rappresentato dalla possibilità che la crisi sovrana di un paese (la Grecia) si trasformi in una crisi bancaria in altri paesi (non solo PIGS) con possibili ricadute negative – veicolate attraverso i canali di interdipendenza reale e finanziaria - sull'intera economia reale del vecchio continente. La risoluzione della crisi dei PIGS non è semplice in quanto all'interno di un'unione monetaria non sono possibili interventi altrimenti realizzabili in assenza di una moneta unica o in violazione delle regole previste dall'Unione Monetaria Europea. Ad esempio l'opzione di una svalutazione della moneta di un'economia come quella greca non è chiaramente possibile, dopo l'introduzione dell'Euro. D'altro canto una restrizione fiscale realizzata per rispettare le regole contenute nel Patto di Stabilità e Crescita - di entità ben maggiore rispetto al piano di austerità già annunciato dallo stesso governo greco - produrrebbe un tale calo della domanda interna che acuirebbe la fase recessiva già esistente nei

PIGS (in Spagna la disoccupazione ha ormai superato il 20% della forza lavoro), esacerbando i problemi di sostenibilità sia dei singoli paesi che dell'Unione Monetaria nel suo complesso. In attesa che venga costituito un Fondo Monetario Europeo - responsabile per la gestione delle future crisi interne all'Unione - le uniche (vere) possibili vie di uscita sono rappresentate dal ricorso ad un prestito erogato dal FMI sotto gli usuali criteri di condizionalità (soluzione che però suscita non pochi problemi anche di natura politica); oppure l'attivazione di una linea di credito di emergenza erogata dall'Unione Europea (con l'eventuale sostegno/approvazione da parte di Germania e Francia).

Nel frattempo l'Euro continua a scontare una fase di debolezza sui mercati valutari, mentre le emissioni di titoli del debito pubblico greco fronteggiano una domanda che risulta superiore a tre volte l'ammontare offerto! Una situazione che nasconde un problema di rischio morale (*moral hazard*) non solo dal lato del debitore ma anche da quello del creditore che giustifica i timori – più volte espressi dalle auorità di governo tedesche – secondo cui un eventuale salvataggio a vantaggio del governo ellenico favorirebbe l'insorgere di comportamenti opportunistici che condurrebbero rapidamente alla nascita di altre situazioni foriere di crisi in altri punti dell'Unione. Una posizione non nuova che rievoca questioni dibattute più volte in passato quando le economie in crisi che richiedevano operazioni di salvataggio erano quelle emergenti, collocate nella regione latino americana o in quella del sud Est asiatico!

La costituzione di un Fondo Monetario Europeo: la proposta Gros-Mayer

Alcune settimane orsono Daniel Gros e Thomas Mayer hanno lanciato dalle colonne di *The Economist* la proposta di costituire un Fondo Monetario Europeo (FME) che – sulla falsariga del Fondo Monetario Internazionale – dovrebbe agire in qualità di *crisis manager* all'interno dell'Unione Monetaria Europea.

La proposta consta di tre elementi principali: A) meccanismi di finanziamento; B) regole di erogazione dei prestiti; C) sanzioni.

A) Meccanismi di finanziamento. Alla costituzione del FME contribuirebbero solo i paesi fiscalmente devianti in ragione di versamenti di risorse pari all'1% dell'eccesso di deficit e di debito rispetto ai valori obiettivo definiti nel Trattato di Maastricht (rispettivamente pari al 3 e al 60% del Pil). Nessun contributo verrebbe richiesto ai paesi fiscalmente ordinati. In tal modo verrebbero incentivati i comportamenti più virtuosi.

B) Regole di erogazione dei prestiti. Le risorse accumulate verrebbero erogate in caso di crisi attraverso la concessione di prestiti (o garanzie), condizionati all'approvazione di un programma di aggiustamento concordato con la Commissione Economica e l'Eurogruppo. In tal modo si realizzerebbe un sistema di concessione di aiuti condizionati assai simile a quello già praticato dal FMI che nel lungo periodo (al netto di diversi limiti e di molte critiche) ha comunque consentito al Fondo stesso di conseguire la realizzazione di diversi *bail-out*, preservando al tempo stesso la sostenibilità finanziaria dell'Istituzione con sede a Washington.

C) Sanzioni. Il paese che non rispettasse la condizionalità concordata andrebbe incontro a sanzioni rappresentate non solo dalla sospensione degli aiuti (che come nel caso del FMI verrebbero concessi sulla base di tranche successive), ma anche dall'esclusione ai Fondi strutturali e – soprattutto – al mercato monetario dell'Euro, in quanto i titoli di debito emessi dal paese sanzionato non verrebbero più accettati dalla BCE come collaterale.

Dott. Fedele DE NOVELLIS
Economista Senior e Partner REF, Ricerche per l'Economia e la Finanza

La dimensione nazionale della crisi internazionale

La crisi internazionale si è venuta a sovrapporre in Italia ad un andamento molto debole dell'economia già prima della crisi, ha cioè aggravato un problema relativo al nostro tasso di crescita potenziale che era evidente ben prima del 2008; il nostro apparato industriale si è rivelato ancora una volta particolarmente fragile rispetto alle avversità della congiuntura internazionale; l'elevato livello dello stock di debito pubblico che abbiamo accumulato in passato ha influenzato, in maniera più o meno diretta, il percorso dell'economia italiana durante la crisi, se non altro condizionando le scelte di politica economica.

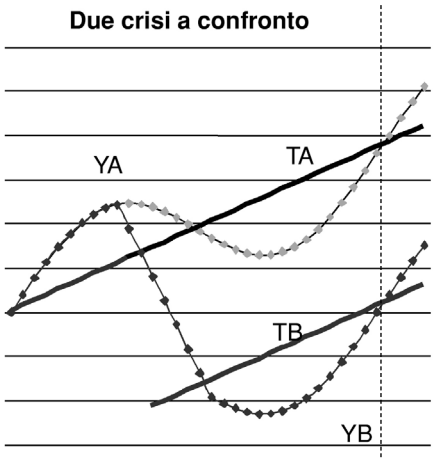
La fase più critica della crisi è adesso terminata. La caduta del Pil si è interrotta nei mesi centrali del 2009, in Italia così come nella maggior parte delle economie avanzate; sulla base degli indicatori congiunturali si può affermare che il prodotto interno lordo mondiale, in aumento dalla seconda metà del 2009, accelererà nei primi trimestri del 2010.

La dimensione del recupero congiunturale che stiamo osservando è però estremamente contenuta se la si confronta con l'entità delle perdite cumulate nel corso della recessione. E' in particolare nei settori industriali che, in Italia come in altri paesi europei, sembra emergere una stabilizzazione dei livelli produttivi in prossimità dei minimi toccati durante la crisi.

Stante la presenza di molti fattori di squilibrio che continuano a rendere problematica la lettura delle tendenze in corso, si starebbe delineando un quadro in cui

per recuperare le perdite di prodotto subite con la crisi sarebbero necessari diversi anni. In tal modo, la crisi attuale avrebbe caratteristiche tali da determinare perdite di reddito di carattere non transitorio, ovvero la caduta della produzione sarebbe un fatto strutturale. Questo vorrebbe dire che la crisi ha intaccato il prodotto potenziale dei paesi industrializzati. La questione del cambiamento dei livelli del prodotto potenziale è quindi di particolare rilievo. Gli aspetti più importanti possono essere sinteticamente riepilogati come segue.

• Il primo punto può essere illustrato con l'aiuto del grafico allegato, che mostra il comportamento di due economie, A e B, caratterizzate dal medesimo andamento del ciclo economico. La recessione dell'economia B si caratterizza però per una caduta del suo potenziale, tant'è che nel corso della fase di ripresa questa ritorna sul suo potenziale senza avere raggiunto i livelli produttivi pre-crisi. Nel caso dell'economia B si rientra quindi nella fattispecie per cui ad un miglioramento degli indicatori di ciclo, si pensi ad esempio all'andamento del clima di fiducia delle imprese, non corrisponde un andamento analogo del livello della produzione.



• Fra gli elementi messi in evidenza dal dibattito degli ultimi mesi un ruolo centrale va attribuito al comportamento delle banche che avrebbe determinato condizioni di accesso al credito eccezionalmente favorevoli sino al 2007 e decisamente meno permissive nella fase successiva.

• Il cambiamento del grado di avversione al rischio delle banche equivale dal punto di vista delle imprese ad un mutamento del costo d'uso del capitale. Passando da un livello del costo d'uso del capitale basso ad uno più elevato si determina anche un diverso livello dello stock di capitale d'equilibrio, quello precedente la crisi essendo evidentemente più elevato di quello successivo.

• All'abbassamento del livello d'equilibrio dello stock di capitale consegue anche che lo stock di capitale esistente risulta strutturalmente eccedente rispetto ai fabbisogni produttivi. Vale a dire che l'eccesso di capacità produttiva che si è formato con la crisi non è di natura ciclica e cioè destinato ad essere riassorbito nella fase di aumento della produzione. Esso darà luogo piuttosto ad una fase di ristrutturazione volta a ridurne il livello.

• Le conseguenze derivanti dall'utilizzo di uno stock di capitale inferiore vanno naturalmente nella direzione dell'abbassamento del livello del prodotto potenziale dell'economia. Fra le altre conseguenze, si segnala la riduzione della produttività del lavoro, con effetti sfavorevoli sulla domanda di lavoro e sul livello dei salari reali.

• La caduta del Pil potenziale è rilevante, anche per le sue implicazioni per la politica di bilancio. Difatti, se si interpreta la crisi come un fatto strutturale, anche il deterioramento dei saldi che si è verificato con la crisi rappresenta un fatto strutturale, ovvero, in assenza di un

recupero spontaneo dei livelli produttivi precedenti la crisi, anche i deficit stenterebbero a recuperare spontaneamente. Pertanto, per migliorare i saldi sarebbero necessarie manovre di correzione di segno restrittivo, con effetti ulteriormente sfavorevoli sulla crescita degli anni a venire.

• Infine, la situazione è resa più problematica in considerazione del fatto che sinora l'aumento del debito pubblico di tutti i paesi è stato collocato sui mercati anche grazie alle ingenti iniezioni di liquidità immesse sui mercati dalle banche centrali. Nulla garantisce però che questa situazione si protragga. Il cambiamento di regime delle politiche monetarie potrebbe quindi creare problemi alle politiche fiscali.

In conclusione, l'economia italiana si troverà nei prossimi anni ad affrontare un passaggio molto delicato. L'incremento del deficit e del debito pubblico suggerirebbero una politica fiscale di segno restrittivo. Vicevesa, la bassa crescita della nostra economia suggerisce invece un approccio molto graduale.

Evidentemente, il superamento dell'*impasse* non è agevole a meno di non individuare e implementare in tempi rapidi politiche in grado di incrementare il tasso di crescita potenziale del nostro sistema. Questo favorirebbe da un canto l'assorbimento spontaneo del maggiore livello del deficit pubblico, e dall'altro creerebbe le condizioni per rendere socialmente tollerabile una politica fiscale di segno restrittivo.

Dott. Fabio PANETTA
Capo del Servizio Studi di Congiuntura e Politica Monetaria della Banca d'Italia

Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria

La crisi finanziaria emersa negli Stati Uniti nell'agosto del 2007 e la recessione dell'economia reale si sono ripercosse sul sistema bancario internazionale, provocando tensioni nella posizione patrimoniale e finanziaria degli intermediari. In risposta a queste tendenze, le banche hanno accresciuto l'ammontare di scorte liquide e rafforzato l'impegno volto a contenere il fabbisogno di capitale. È emerso a livello globale il rischio concreto di una restrizione dell'offerta di prestiti, con possibili ripercussioni sull'attività produttiva.

In Italia il credito bancario aveva iniziato a decelerare già nella prima metà del 2007, all'indomani di una espansione lunga quasi un quinquennio. La dinamica dei prestiti si è ancora affievolita con lo scoppio della crisi, fino a divenire negativa alla metà del 2009. Il rallentamento registrato nello scorso biennio ha coinciso, oltre che con le turbolenze dei mercati dei capitali, con la debolezza del comparto immobiliare, con la caduta della spesa per consumi e investimenti, con il peggioramento del merito di credito della clientela bancaria. Un tale concorso di eventi rende arduo stabilire se – e in che misura – la decelerazione dei prestiti rifletta un calo della domanda da parte di famiglie e imprese piuttosto che una restrizione dell'offerta da parte delle banche. Ancor più complesso è valutare se l'evoluzione del mercato del credito prefiguri un *credit crunch,* ossia un calo dell'offerta di prestiti che non riflette una riduzione della

domanda o il peggioramento del rischio di insolvenza ma scelte e vincoli interni alle stesse banche[1].

In questo intervento si esamina la congiuntura creditizia in Italia. Dapprima si descrive brevemente la dinamica dei prestiti concessi a famiglie e imprese nelle diverse aree del Paese (Nord, Centro e Mezzogiorno), nonché l'andamento dei tassi bancari. Poiché la semplice osservazione di prezzi e quantità non consente di individuare le cause della decelerazione degli impieghi, successivamente si esaminano una serie di indicatori comunemente utilizzati per valutare le condizioni di domanda e offerta, nonché i risultati di sondaggi e studi econometrici sulle determinanti del rallentamento del credito e sui suoi possibili effetti sull'attività reale; l'attenzione è rivolta soprattutto ai prestiti alle imprese, caratterizzati da una decelerazione particolarmente brusca. La sezione finale presenta una valutazione d'assieme dell'evidenza esaminata.

I principali risultati possono essere riassunti come segue. Dall'avvio della crisi, nell'estate del 2007, l'espansione annuale del credito bancario al settore privato non finanziario in Italia si è ridotta di circa 12 punti percentuali, risultando sostanzialmente nulla nel gennaio del 2010. Il rallentamento è stato accentuato per le imprese (circa 15 punti) rispetto alle famiglie (7 punti e mezzo). Un tale andamento non appare riconducibile a un'unica causa.

Le analisi svolte suggeriscono che la decelerazione del credito è attribuibile in misura prevalente al calo

[1] In letteratura non vi è una definizione univoca di *credit crunch*. Secondo Bernanke e Lown (1991) esso rappresenterebbe "*una significativa traslazione verso sinistra della curva di offerta di credito bancario, a parità di tasso di interesse reale e di merito di credito dei potenziali debitori*" (p. 207).

della domanda di prestiti. Questo rifletterebbe, per le imprese, soprattutto la diminuzione del fabbisogno finanziario, a sua volta legato alla netta contrazione degli investimenti; sui prestiti alle famiglie hanno inciso la caduta dei consumi e la debolezza del mercato immobiliare[2].

Le analisi empiriche e gli indicatori congiunturali – ivi inclusi i sondaggi condotti presso banche e imprese – segnalano che a frenare i prestiti avrebbero contribuito anche tensioni dal lato dell'offerta, in linea con le tendenze emerse negli altri maggiori paesi. Con riferimento al credito alle imprese, l'impatto negativo dei fattori di offerta sulla dinamica dei prestiti nel 2009 è stimabile in un intervallo compreso tra un minimo di 1 e un massimo di 3,5 punti percentuali; la restrizione avrebbe raggiunto il culmine nei due trimestri a cavallo tra il 2008 e il 2009.

La riduzione dell'offerta di prestiti è riconducibile soprattutto all'aumento del rischio di credito: tale fenomeno, tipico delle fasi di recessione dell'economia reale, nelle attuali circostanze potrebbe essere stato accentuato da un incremento dell'avversione al rischio delle banche. L'offerta di credito sembra aver inoltre risentito dell'impatto che la crisi ha avuto, soprattutto in una prima fase, sulla condizione patrimoniale e di liquidità delle banche, sulla loro capacità di accedere ai finanziamenti esterni. Gli effetti di questi fattori sulla dinamica dei prestiti sono difficili da misurare con precisione, ma vengono segnalati dagli indicatori del mercato del credito e da più fonti di natura qualitativa, incluse le risposte delle

[2] In Italia la mancanza di segni di sopravvalutazione degli immobili ha contribuito ad attutire la frenata dei mutui, il cui ritmo di espansione è rimasto positivo.

stesse banche ai sondaggi dell'Eurosistema. Le indagini econometriche avvalorano tali segnali, suggerendo che la decelerazione del credito direttamente riconducibile alle condizioni delle banche sarebbe di entità contenuta.

Queste indicazioni circa il ruolo prevalente dei fattori di domanda e quello meno rilevante dell'offerta sono coerenti con la performance recente del sistema bancario italiano, uno tra i pochi a livello internazionale ad aver attraversato in maniera soddisfacente la crisi finanziaria. L'ondata di instabilità proveniente dagli Stati Uniti ha minato la solidità dei sistemi creditizi dei paesi avanzati con poche eccezioni, ma ha colpito solo indirettamente le banche italiane, riparate da un modello di intermediazione fondamentalmente sano – basato sulla tradizionale attività di intermediazione creditizia in favore di famiglie e imprese – nonché da un quadro regolamentare e da un modello di vigilanza prudenti. Ciononostante le nostre banche – soprattutto quelle grandi, operanti su base internazionale – non hanno potuto evitare i contraccolpi indiretti della crisi; le turbolenze dei mercati e la recessione hanno quindi finito per pesare sull'offerta di credito in Italia.

Sebbene di entità relativamente limitata, la minore disponibilità di credito avrebbe avuto un impatto non trascurabile sull'economia reale: si stima che ad essa sia riconducibile circa un quinto della caduta dell'attività produttiva nel 2009. Questa apparente contraddizione è spiegabile con le caratteristiche strutturali – le debolezze – del sistema finanziario italiano, incentrato sul ruolo delle banche, privo di mercati obbligazionari e azionari sviluppati, di fatto incapace di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito bancario. In un sistema siffatto non deve sorprendere che un calo pur contenuto nel volume di intermediazione creditizia possa comprimere in misura non marginale gli investimenti e l'attivi-

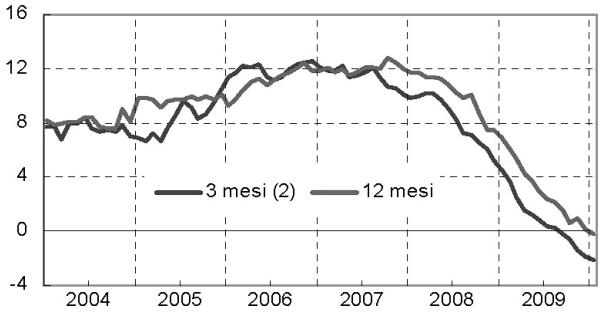
tà produttiva. In altri importanti paesi la caduta dell'offerta di credito bancario è stata assai profonda, ma i suoi effetti sono significativamente attenuati dal diffuso ricorso ad altre fonti di finanziamento – soprattutto obbligazioni – da parte di imprese sia grandi sia medie.

Le tensioni nell'offerta di credito potrebbero proseguire nei prossimi mesi. L'esperienza passata mostra che l'aumento dei crediti inesigibili emerge con ritardo rispetto alla fase recessiva e prosegue ben oltre l'avvio della ripresa. Inoltre, il ritardo con cui i bilanci delle imprese affidate registrano gli effetti della recessione provocheranno nei prossimi mesi un deterioramento del merito di credito stimato dalle banche mediante sistemi automatici di selezione della clientela. L'effetto congiunto di questi due fattori potrebbe indurre le banche – soprattutto le più grandi, che fondano le politiche di impiego su dati quantitativi – a mantenere un atteggiamento di cautela nell'offerta di credito, pur in una fase di ripresa ciclica.

A limitare i rischi di una carenza di finanziamenti alle imprese italiane contribuisce in primo luogo la ripresa dell'economia reale e la conseguente riduzione del rischio di insolvenza della clientela bancaria.

Concorrono i numerosi interventi effettuati dalle Autorità dall'avvio della crisi. Dato il ruolo preminente del rischio di insolvenza tra gli ostacoli all'espansione degli impieghi, particolare rilevanza assumono le misure attuate al fine di sostenere finanziariamente le imprese, innalzandone il merito di credito. La disponibilità di prestiti trae infine beneficio dal miglioramento delle condizioni patrimoniali e di liquidità delle banche. Anche in questo campo le Autorità – soprattutto le banche centrali – hanno effettuato interventi di ampia portata.

Figura 1
Prestiti bancari al settore privato non finanziario (1)
(*dati mensili; variazioni percentuali*)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.
(1) Prestiti a famiglie e società non finanziarie; definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli cartolarizzati. – (2) I dati sono depurati della componente stagionale, quando presente.

1. I fatti: andamento recente del credito e dei tassi bancari

1.1 Il credito al settore privato

Dopo una lunga fase espansiva, in Italia la crescita del credito bancario al settore privato ha iniziato a flettere alla metà del 2007 (figura 1). La decelerazione si è accentuata nel 2008 e ancora nel 2009, in concomitanza con l'intensificarsi della crisi finanziaria e con il deterioramento del quadro economico nazionale e internazionale. Il ritmo di espansione annuo, pari a circa il 12 per cento all'inizio del 2007, lo scorso gennaio risultava sostanzialmente nullo; la dinamica congiunturale – misurata dalla variazione sui 3 mesi, che rappresenta

con tempestività le tendenze in atto – è divenuta negativa (-2,1 per cento).

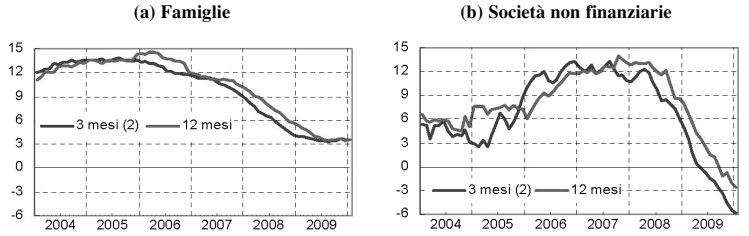
All'interno del settore privato, la decelerazione dei prestiti alle *famiglie* è iniziata nel 2006 ed è proseguita con gradualità fino alla metà del 2009 (figura 2, pannello a). Una tale dinamica riflette soprattutto l'andamento dei mutui per l'acquisto di abitazioni; i rimanenti finanziamenti alle famiglie, che includono il credito al consumo, hanno infatti iniziato a rallentare soltanto nel 2008. Nello scorso gennaio la crescita sui dodici mesi era scesa al 3,6 per cento per i prestiti complessivi alle famiglie e all'1,8 per cento per i soli mutui. Anche la dinamica congiunturale, calcolata sui tre mesi, risultava debole.

Il ritmo di espansione dei finanziamenti alle *imprese* è rimasto sostenuto fino alla metà del 2008, oscillando poco al di sopra del 12 per cento (figura 2, pannello b). Il successivo rallentamento è stato particolarmente rapido: il tasso di crescita congiunturale è sceso al 6 per cento alla fine dello stesso anno, divenendo negativo a partire da maggio 2009; esso è attualmente pari a -5,8 per cento su base annua.

Figura 2

Prestiti bancari al settore privato (1)

(*dati mensili; variazioni percentuali*)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

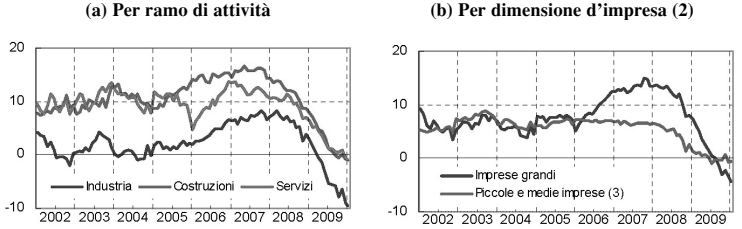
(1) Definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli cartolarizzati. – (2) I dati sono depurati della componente stagionale, quando presente.

La decelerazione del credito alle imprese ha interessato tutti *i rami di attività* (figura 3, pannello a), ma è risultata accentuata per le società manifatturiere, attualmente su valori fortemente negativi, e per quelle di costruzioni. Distinguendo in base alla *dimensione aziendale*, emerge il forte rallentamento dei prestiti alle imprese maggiori, passati da una crescita del 15 per cento nell'autunno del 2007 a una contrazione di oltre il 4 nello scorso gennaio (figura 3, pannello b). La dinamica del credito alle imprese piccole e medie ha subito una flessione meno accentuata, partendo da livelli inferiori, ma risulta anch'essa leggermente negativa.

Figura 3

Prestiti bancari alle imprese (1)

(*dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi*)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.
(1) Escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) I prestiti includono anche una stima di quelli cartolarizzati – (3) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

Il rallentamento del credito è stato più forte nel comparto a breve e a medio termine. La crescita dei prestiti a scadenza protratta (superiore a 5 anni) ha invece regi-

strato una riduzione più contenuta, stabilizzandosi intorno al 7 per cento nel 2009.

Le tendenze sin qui descritte sono state simili tra le diverse aree del Paese. I prestiti al Mezzogiorno, la cui dinamica dal 2004 aveva costantemente sopravanzato quella dei finanziamenti al Centro Nord, hanno rapidamente rallentato tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008, azzerando il differenziale di crescita rispetto alle altre regioni. Il divario territoriale è tornato ad allargarsi nei mesi più recenti, riflettendo la più intensa decelerazione nelle regioni centro-settentrionali. Nello scorso gennaio la crescita del credito al settore privato era pari al 2,9 per cento nel Mezzogiorno e a -1,6 nel Centro Nord.

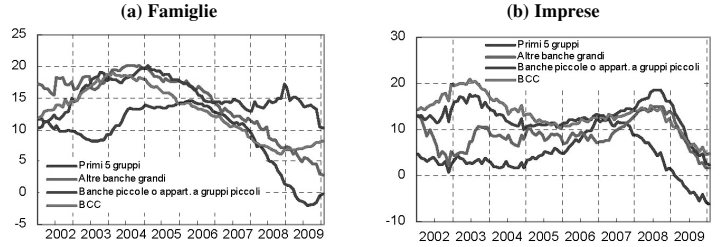
Un andamento analogo tra macro aree si riscontra anche distinguendo tra famiglie e imprese. In base ai dati più recenti, la crescita del credito nel Mezzogiorno si mantiene più elevata rispetto al Centro Nord di quasi due punti percentuali per le famiglie (4,8 contro 3,0 per cento) e di quasi cinque punti per le imprese (0,6 contro -4,2 per cento). L'evoluzione per *area geografica e dimensione di impresa* indica invece che il calo dei prestiti, benché diffuso, è accentuato per le imprese maggiori del Centro Nord.

La dinamica dei prestiti per dimensione di banca mostra il forte rallentamento del credito erogato dagli intermediari più grandi, soprattutto quelli appartenenti ai cinque maggiori gruppi (figura 4, pannello a e b). Il divario è più ampio per i prestiti alle imprese sia grandi sia piccole, che si contraggono di circa il 6 per cento per i primi 5 gruppi (che erogano circa la metà dei finanziamenti complessivi alle piccole aziende), a fronte di una variazione positiva per gli altri intermediari.

Figura 4

Prestiti bancari per dimensione di banca (1)

(*dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi*)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli cartolarizzati.

1.2 Il costo del credito bancario

Dopo una lunga fase di stabilità, alla fine del 2005 i tassi attivi bancari hanno iniziato a salire, facendo seguito al progressivo rialzo del costo del denaro attuato dalla Banca Centrale Europea; l'aggiustamento è risultato graduale, in linea con quanto osservato in analoghe fasi congiunturali del passato. Dall'ottobre del 2008 i tassi sono bruscamente scesi, come conseguenza dei ripetuti tagli dei tassi ufficiali in euro e della conseguente rapida discesa dei rendimenti di mercato.

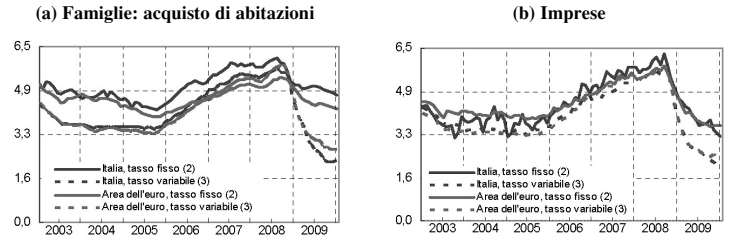
Dal massimo dell'agosto del 2008, in Italia il costo dei *nuovi mutui* ha registrato un calo di 3,4 punti percentuali sui prestiti a tasso variabile e di 1,4 punti per quelli a tasso fisso (figura 5, pannello a); la riduzione è stata maggiore di quella registrata in media nell'area dell'euro (-3,1 punti per i tassi variabili e -1,1 punti per quelli fissi), in parte come conseguenza del minore aumento dei margini rispetto ai tassi *swap* da parte delle nostre

banche.

Il calo del costo del credito è stato significativo per le *imprese*, che hanno beneficiato di una riduzione dei tassi bancari – rispetto ai massimi del 2008 – di 3,9 punti percentuali per i contratti a tasso variabile e di 3,1 punti per quelli a tasso fisso (figura 5, pannello b), mentre il costo dei finanziamenti in conto corrente si è ridotto di 3 punti, al 4,3 per cento.

Figura 5
Tassi di interesse sui prestiti bancari in Italia (1)

(*dati mensili; punti percentuali*)



Fonte: Banca d'Italia e BCE.
(1) Operazioni in euro con contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate; i dati sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso fisso per almeno un anno. – (3) Tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno.

2. Come distinguere fra domanda e offerta?

Questa sezione esamina le cause della decelerazione dei prestiti in due modi. In primo luogo, si analizza l'evoluzione delle principali determinanti della domanda di credito (sezione 2.1). Successivamente, si esaminano una serie di indicatori attraverso i quali valutare (da un punto di vista qualitativo) la sussistenza di restrizioni all'offerta di prestiti (sezione 2.2).

2.1 Le principali determinanti della domanda di prestiti

La domanda di credito è oggetto di numerosi studi. L'analisi congiunturale svolta in Banca d'Italia è basata sul lavoro di Casolaro *et al*. (2006) per quanto riguarda la domanda di prestiti da parte delle imprese e sull'analisi di Casolaro e Gambacorta (2005) per la domanda dei mutui (la componente principale dei prestiti alle famiglie). In particolare, la domanda delle imprese viene posta in relazione con il fabbisogno finanziario (a sua volta influenzato positivamente dagli investimenti e negativamente dall'autofinanziamento), con l'andamento dell'attività economica (il prodotto interno lordo) e con il costo-opportunità dei prestiti rispetto a finanziamenti alternativi (approssimato dal differenziale fra i tassi bancari attivi e i tassi del mercato monetario). La domanda di mutui da parte delle famiglie dipende invece dall'andamento dei valori immobiliari, dall'evoluzione dell'attività economica e dal costo dei mutui stessi.

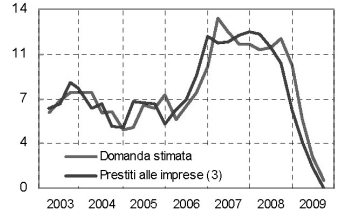
Sulla base del modello di Casolaro *et al*. (2006), il rallentamento del credito alle imprese nel 2008-2009 ha coinciso con un indebolimento della domanda (figura 6, pannello a)[3]. I trimestri più recenti sono stati infatti caratterizzati dalla caduta dell'attività produttiva e dall'ampliamento, a partire dall'autunno del 2008, del costo opportunità del credito bancario. Il fabbisogno finanziario delle imprese ha continuato ad aumentare fino all'inizio del 2009, ma ha poi mostrato un calo significativo, come conseguenza della netta contrazione degli investimenti che ha più che compensato la riduzione dell'autofinanziamento (figura 6, pannello b).

[3] Nella sezione 5.1 il modello verrà utilizzato al fine di stimare l'entità di eventuali restrizioni all'offerta di credito.

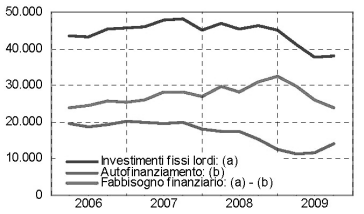
Figura 6
Domanda di credito e fabbisogno finanziario delle imprese non finanziarie

(dati trimestrali)

(a) Domanda di prestiti e credito erogato (1)
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



(b) Fabbisogno finanziario (2)
(milioni di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) La domanda di credito è stimata con il modello basato su Casolaro *et al*. (2006); cfr. nota 5 nel testo. – (2) Gli investimenti fissi lordi includono le scorte; l'autofinanziamento è calcolato sottraendo al valore aggiunto il costo del lavoro, gli oneri finanziari netti e altri oneri e proventi netti. – (3) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci minori che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema.

La domanda di credito da parte delle imprese potrebbe essere stata influenzata dall'esigenza di finanziare operazioni di fusione e acquisizione tra aziende: sebbene l'evidenza empirica non suggerisca una relazione sistematica, in talune fasi le concentrazioni societarie hanno fornito un contributo rilevante alla dinamica dei prestiti[4]. Tuttavia anche questa componente della domanda è stata presumibilmente assai contenuta: nel biennio 2008-2009 sia l'ammontare sia il numero di operazioni di concentrazione tra imprese italiane (acquisizioni del controllo o di quote di minoranza) si sono fortemente ridotti rispetto al biennio precedente.

La domanda di mutui da parte delle famiglie ha mostrato anch'essa un andamento flettente (figura 7,

[4] Cfr., ad esempio, il capitolo *Le banche e gli altri intermediari creditizi* della Relazione Annuale della Banca d'Italia sul 2005.

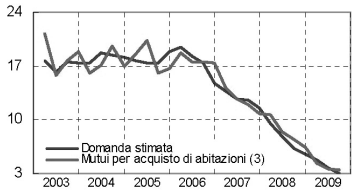
pannello a). Secondo il modello di Casolaro e Gambacorta (2005), le richieste di mutui avrebbero iniziato a decelerare già alla metà del 2006, in parallelo con il rallentamento dei finanziamenti effettivamente erogati. L'evoluzione della domanda ha riflesso l'evoluzione delle sue determinanti. Ha influito in primo luogo la debolezza del mercato immobiliare, nel quale i prezzi delle abitazioni hanno rallentato (fino a ridursi leggermente nella prima metà del 2009) e il numero di compravendite di case si è fortemente ridotto (figura 7, pannello b)[5]. A frenare la domanda ha inoltre contribuito, fino all'estate del 2008, il rialzo del costo dei mutui.

Figura 7

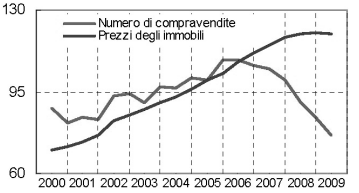
Domanda di mutui da parte delle famiglie e andamento del mercato immobiliare

(dati trimestrali)

(a) Domanda di mutui e finanziamenti erogati (1)
variazioni percentuali sui dodici mesi)



(b) Andamento del mercato immobiliare (2)
(*indici 2005=100*)



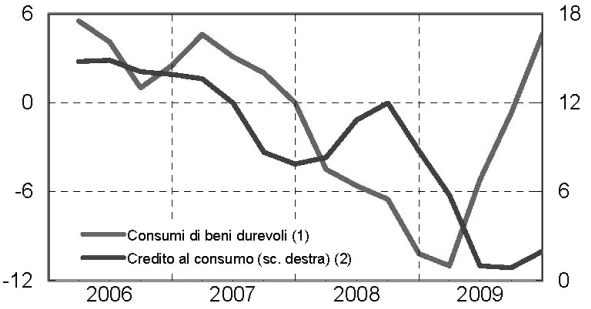
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Agenzia del Territorio e *Il Consulente Immobiliare*.
(1) La domanda di credito è stimata con un modello basato su Casolaro e Gambacorta (2005); cfr. nota 5 nel testo. I dati includono una stima dei prestiti cartolarizzati. – (2) Dati semestrali a prezzi correnti. – (3) Escludono i prestiti alle famiglie produttrici, i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema.

[5] Per un'analisi dettagliata dell'andamento congiunturale del mercato immobiliare in Italia, si veda Panetta *et al*. (2009a).

Figura 8

Consumi delle famiglie e credito al consumo

(*dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente*)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) A prezzi correnti. – (2) Esclude i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo incluse nella definizione armonizzata dell'Eurosistema; include una stima dei prestiti bancari cartolarizzati.

Oltre ai mutui, i prestiti alle famiglie includono il credito al consumo. In assenza di specifiche analisi quantitative, l'evoluzione di questa componente può essere valutata con riferimento all'evoluzione della spesa in beni durevoli, che ne costituiscono la principale determinante. A partire dai primi mesi del 2007, i consumi di beni durevoli da parte delle famiglie italiane hanno decelerato, fino a registrare una caduta di oltre il 10 per cento nei mesi a cavallo tra il 2008 e il 2009 (figura 8). Un tale andamento ha verosimilmente compresso la domanda di credito al consumo.

Nel complesso, l'analisi sin qui svolta indica che il credito ha rallentato in parallelo con il calo delle esigenze di finanziamento da parte di famiglie e imprese. La flessione della domanda si è avviata nel comparto dei mutui, a seguito della stasi del mercato immobiliare; è

poi proseguita, rafforzandosi, con lo scoppio della crisi finanziaria e con la caduta degli investimenti e dei consumi.

2.2 Un semplice modello del mercato del credito

In questa sezione si esamina l'andamento recente di una serie di indicatori del mercato del credito che forniscono indicazioni riguardo la possibile esistenza di vincoli dal lato dell'offerta in Italia. Tali indicatori sono:

1 Il differenziale fra il tasso di interesse sui prestiti bancari e il tasso d'interesse privo di rischio, che rappresenta una *proxy* del *mark-up* al lordo del premio per il rischio.

2 Il differenziale di tasso tra prestiti bancari e obbligazioni societarie. Poiché i due termini risentono in misura analoga del rischio dei debitori, i movimenti del differenziale riflettono principalmente variazioni delle condizioni di offerta di credito da parte delle banche.

3 Il differenziale fra il tasso d'interesse medio e minimo sui prestiti e il differenziale di tasso tra imprese piccole e grandi. Questi due differenziali si modificano sia in seguito a variazioni del premio al rischio sulle diverse categorie di prenditori, sia come conseguenza di un *flight-to-quality* dovuto a una bassa propensione delle banche a finanziare i debitori più rischiosi.

4 Il rapporto credito/Pil, al netto del trend di lungo periodo (influenzato da fattori di natura strutturale). In prima approssimazione, un rallentamento dei prestiti ascrivibile a un calo della domanda dovrebbe lasciare il rapporto inalterato (in quanto il credito dovrebbe diminuire in linea con il Pil). Una restrizione dell'offerta dovrebbe invece comprimere il rapporto.

5 Il rapporto fra credito utilizzato e credito accordato in conto corrente. Data l'assenza di commissioni sulle linee di credito – che spingerebbe le imprese a richiedere un fido assai ampio – in passato il credito accordato è stato tipicamente considerato una *proxy* dell'offerta di prestiti, mentre le variazioni di breve periodo del credito utilizzato sono state attribuite soprattutto alla domanda delle imprese. In una fase espansiva del credito, un aumento dell'accordato superiore alla crescita dell'utilizzato suggerisce che le banche sono disposte a espandere l'offerta di prestiti. Al contrario, restrizioni all'offerta si traducono in una dinamica del credito accordato inferiore a quella dell'utilizzato e in un aumento del rapporto di utilizzo.

6 Il grado di liquidità dell'attivo bancario, misurato ad esempio dal rapporto fra cassa e titoli e l'aggregato che li comprende insieme ai prestiti. La liquidità dovrebbe aumentare quando le banche divengono più avverse al rischio e limitano l'offerta di prestiti.

7 La quota di prestiti garantiti sul totale dei finanziamenti erogati, che dovrebbe aumentare durante le fasi di restrizione dell'offerta. Ciò potrebbe riflettere sia un aumento della rischiosità della clientela sia una maggiore avversione al rischio da parte delle banche, che richiedono garanzie più elevate a parità di merito di credito dei debitori.

Tali indicatori risentono di spostamenti delle curve di domanda e di offerta in direzioni diverse a seconda degli shock – a parità di altre condizioni – che colpiscono le curve di domanda e offerta di credito.

Ad esempio, una diminuzione dell'attività produttiva trasla verso sinistra la curva di domanda determinando una riduzione del credito in linea con quella del Pil,

senza influenzare altri indicatori: i tassi rimangono invariati; il credito accordato si riduce proporzionalmente al calo dell'utilizzato, lasciando inalterato il rapporto di utilizzo; la composizione dell'attivo bancario non si modifica significativamente.

Una diminuzione del tasso privo di rischio, determinata ad esempio da un taglio dei tassi ufficiali da parte della banca centrale, trasla verso il basso la curva di offerta e verso sinistra quella di domanda. L'effetto complessivo dipende dalla forza relativa dei due effetti. Se la domanda è relativamente inelastica al tasso privo di rischio il nuovo equilibrio sul mercato del credito è caratterizzato da un più alto rapporto credito/Pil; i tassi bancari e quelli sui prestiti obbligazionari si riducono entrambi in misura pari al calo del tasso privo di rischio, mantenendo il differenziale invariato. Il credito accordato aumenta in proporzione all'utilizzato; nuovamente, la composizione dei prestiti nei bilanci delle banche non varia in misura rilevante.

Un deterioramento della rischiosità dei debitori spinge verso l'alto sia la domanda, sia l'offerta. L'aumento del premio per il rischio tende a dare luogo a un pari incremento sia del tasso sui prestiti sia del rendimento delle obbligazioni; il differenziale tra questi tassi rimane pertanto invariato, mentre lo *spread* tra tassi bancari e tasso privo di rischio si amplia. L'effetto sul rapporto credito/Pil dipende dall'ampiezza della traslazione delle curve di domanda e offerta: in equilibrio il volume del credito aumenta se prevale l'effetto di domanda, scende nel caso opposto. Il rapporto di utilizzo tende ad aumentare, riflettendo la riduzione relativa del credito accordato, così come la quota di credito garantito sul totale dei prestiti. Nella misura in cui la rischiosità aumenta soprattutto per i prenditori con basso merito di credito il differenziale fra tasso minimo e medio sui prestiti si

amplia.

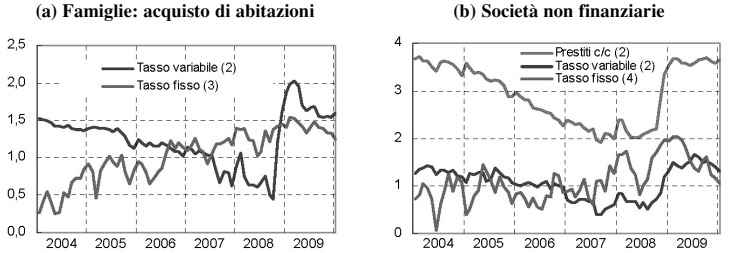
Infine, un irrigidimento delle condizioni di offerta sposta verso l'alto la curva di offerta. Nel nuovo equilibrio il credito erogato e il rapporto credito/Pil si riducono. L'aumento del tasso sui prestiti provoca un corrispondente ampliamento del differenziale rispetto sia al tasso privo di rischio sia ai rendimenti obbligazionari. A parità di utilizzato, l'accordato si riduce, innalzando il rapporto di utilizzo. Il differenziale fra i tassi bancari medio e minimo e quello tra i tassi alle aziende piccole e grandi tendono ad ampliarsi, riflettendo la ricomposizione del credito verso impieghi meno rischiosi; il grado di liquidità degli attivi bancari e la quota di prestiti garantiti tendono ad aumentare, come conseguenza della maggiore avversione al rischio degli intermediari.

Di seguito, si discute l'andamento recente degli indicatori sopra menzionati nel mercato creditizio italiano.

Differenziale fra i tassi sui prestiti bancari e i tassi del mercato monetario. I differenziali fra i tassi sui prestiti bancari a famiglie e imprese e i tassi interbancari si sono fortemente ampliati a partire dalla fine del 2008 (figura 9, pannello a e b). Tale andamento è coerente con una traslazione verso l'alto della curva di offerta di credito e con un aumento del *mark-up* praticato dalle banche. Esso non consente però di valutare se l'aumento sia dovuto a un deterioramento del rischio di credito degli affidati o a una restrizione delle condizioni di offerta da parte delle banche.

Figura 9
Differenziale fra i tassi bancari e i tassi di mercato (1)

(*dati mensili; punti percentuali*)



Fonte: Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream.
(1) Operazioni in euro con contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate; per i prestiti in c/c, tassi sulle consistenze in essere; i dati seguono la metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Differenziale con l'Euribor a 3 mesi; tasso variabile: prestiti a tasso variabile o rinegoziabile fino a 1 anno. – (3) Differenziale fra i prestiti a tasso fisso per almeno 1 anno e l'IRS a 10 anni. – (4) Differenziale fra i prestiti a tasso fisso per almeno 1 anno e l'IRS a 3 anni.

Differenziale di tasso fra credito e obbligazioni delle imprese. Poiché le obbligazioni e i prestiti sono influenzati in pari misura dal rischio di insolvenza del debitore, le variazioni del differenziale tra credito e obbligazioni dovrebbero riflettere in via diretta l'andamento delle condizioni di offerta di credito; in particolare, un ampliamento del differenziale indicherebbe una minore propensione delle banche a finanziare l'impresa rispetto al mercato obbligazionario. In periodi di tensioni sui mercati, il contenuto informativo del differenziale potrebbe risentire di oscillazioni nel grado di liquidità delle obbligazioni e delle conseguenti fluttuazioni dei rendimenti. In particolare, per ciascuna data *t*, la variazione del differenziale relativo alla banca *i-esima* e all'impresa *j-esima* (definito $_d_{ijt}$) può essere espresso come:

$$_d_{ijt} = _CO_{ijt} - _liq_t$$

dove CO_{ijt} indica le condizioni di offerta di credito, mentre liq_t rappresenta il premio di liquidità sui titoli obbligazionari, che per semplicità si assume uguale per le diverse imprese. A partire dall'estate del 2007, le condizioni di liquidità sui mercati finanziari hanno subito un forte peggioramento (figura 10, pannello a); un'analisi volta a isolare l'evoluzione delle condizioni di offerta durante la crisi richiede pertanto una stima del premio liq_t[6]. Tale stima è stata ottenuta ipotizzando che il premio di liquidità dei titoli relativi a ciascuna impresa italiana con obbligazioni quotate sia una funzione del *bid-ask spread* medio rilevato sulle obbligazioni delle stesse imprese (tale variabile è riportata nella figura 10, pannello a)[7]. Una volta stimato il premio di liquidità, l'andamento delle condizioni di offerta è stato ricostruito depurando il differenziale dalla componente connessa con le variazioni del premio stesso. L'indicatore così ottenuto

[6] Si potrebbe argomentare che anche la liquidità dei prestiti bancari sia diminuita durante la crisi, a seguito della caduta di attività registrata dal mercato delle cartolarizzazioni. Tuttavia, la possibilità di utilizzare le cosiddette "auto-cartolarizzazioni" come garanzie nelle operazioni di rifinanziamento effettuate dalle banche presso l'Eurosistema ha di fatto preservato la liquidità degli impieghi bancari.

[7] Per ciascuna impresa *j* è stato calcolato sulla base dei dati della Centrale dei Rischi il differenziale grezzo d_{jt} come differenza fra il tasso mediano sulle nuove erogazioni di credito a lungo termine a tasso variabile da parte di ciascuna banca affidataria e il rendimento mediano sulle obbligazioni a tasso variabile della stessa impresa. Il differenziale così ottenuto è stato regredito in una stima *panel* con effetti fissi di impresa sul *bid-ask spread* medio sulle obbligazioni emesse da un campione di imprese non finanziarie. Il premio di liquidità liq_t è stato quindi ottenuto moltiplicando il coefficiente stimato per il regressore. Poiché tale metodo tende a sottostimare i premi di liquidità (in quanto la regressione omette le condizioni di offerta, non osservabili), l'analisi è stata replicata includendo nella regressione una serie di *dummy* pari a 1 in ciascun trimestre, il cui coefficiente costituisce una stima delle condizioni di offerta in ciascun periodo. I risultati sono qualitativamente simili a quelli riportati nel pannello b della figura 13; in linea con le attese, i premi di liquidità stimati per il mercato obbligazionario sono più ampi, anche se la limitata numerosità campionaria non consente di stimare con sufficiente precisione i coefficienti delle singole *dummy* temporali.

suggerisce che durante la crisi finanziaria l'attitudine delle banche a finanziare le imprese incluse nel campione sarebbe moderatamente diminuita (figura 10, pannello b): il differenziale "corretto" sarebbe passato da un valore medio sostanzialmente nullo nel periodo compreso fra il primo trimestre del 2006 e il secondo del 2007 a un valore medio di 0,30 punti percentuali nel periodo successivo all'avvio della crisi (la differenza è statisticamente significativa). Tale risultato va però valutato con cautela, data la limitata numerosità del campione di titoli considerati e la componente di stima implicita nel calcolo del premio di liquidità.

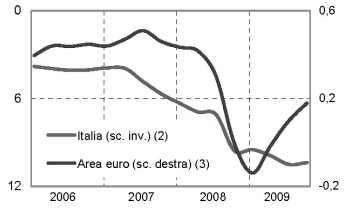
Differenziali fra tassi bancari a diversi gruppi di imprese. Sia il differenziale fra il tasso medio e minimo sui prestiti bancari alle imprese, sia quello fra i tassi alle aziende piccole e grandi[8] sono fortemente aumentati dalla fine del 2008 (figura 11, pannello a e b), nonostante il generale calo dei tassi. Un tale andamento indica un deterioramento relativo delle condizioni di accesso al credito per le imprese più rischiose, ed è coerente con un irrigidimento dell'offerta di prestiti, nella misura in cui esso rifletta un aumento dell'avversione al rischio tale da indurre le banche a modificare la composizione del portafoglio crediti verso clienti con più bassa probabilità di insolvenza.

8 Il costo dei prestiti alle piccole (grandi) imprese è approssimato con il tasso sui prestiti di importo inferiore (superiore) a un milione di euro.

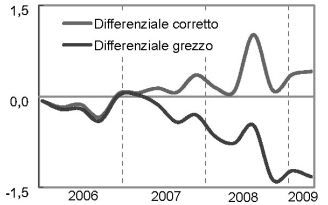
Figura 10
Liquidità dei mercati finanziari e differenziale fra i tassi bancari e obbligazionari

(*punti percentuali*)

(a) Indicatori del grado di liquidità dei mercati



(b) Differenziale tra prestiti bancari e obbligazioni (1)

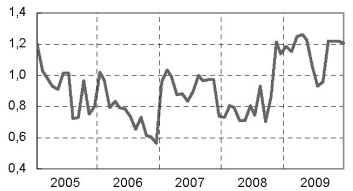


Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Bloomberg, Dealogic.
(1) Mediana dei differenziali a lungo termine fra i tassi sui prestiti bancari e sulle obbligazioni a tasso variabile per un campione di imprese. La correzione per la liquidità è stimata a partire dal bid-ask *spread* delle obbligazioni delle singole imprese. – (2) Media semplice dei *bid-ask spread* su un campione di titoli di imprese non finanziarie italiane; scala invertita. – (3) Indicatore tratto dalla *Financial Stability Review* della BCE, p. 63, Dicembre 2009.

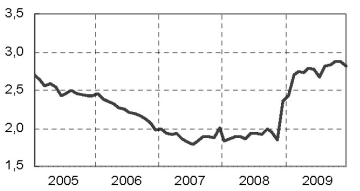
Figura 11
Differenziali tra tassi bancari a diversi gruppi di imprese (1)

(*punti percentuali*)

(a) Differenziale imprese piccole e grandi (2)



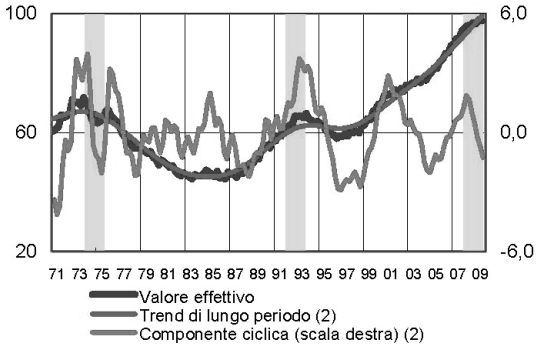
(b) Differenziale fra tasso medio e minimo (3)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.
(1) Operazioni in euro; metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso sui prestiti alle imprese di importo inferiore al milione di euro meno tasso su quelli superiori a tale importo, riferiti a operazioni in euro con contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. – (3) Tasso di interesse medio meno tasso minimo, riferiti alle consistenze in essere dei prestiti a breve termine alle imprese.

Rapporto tra credito bancario e Pil. Il rapporto fra i prestiti bancari al settore privato e il Pil nominale ha continuato ad aumentare per lunga parte del periodo di crisi finanziaria (figura 12). Un tale andamento non sembrerebbe denotare limiti alla disponibilità di credito.

Figura 12
Rapporto fra impieghi bancari e PIL nominale (1)
(*dati trimestrali; valori percentuali*)



Fonte: Elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia.
(1) Rapporto fra le consistenze in essere di prestiti bancari all'intero sistema (al netto dei prestiti della Cassa depositi e prestiti, delle sofferenze e dei pronti contro termine attivi) e il prodotto interno lordo a prezzi correnti (espresso in ragione d'anno utilizzando la somma mobile di quattro trimestri). Le aree ombreggiate segnalano i periodi delle principali recessioni del dopoguerra. Cfr. Bassanetti *et al*. (2009). – (2) Stimato attraverso un filtro Hodrick-Prescott.

L'analisi del semplice rapporto credito/Pil può risultare però fuorviante in assenza delle dovute correzioni. Innanzi tutto, l'esperienza passata indica che il credito tende a riflettere le tendenze dell'attività produttiva con ritardo[9]. Tale andamento sembra confermarsi nella fase

[9] Ad esempio per l'area dell'euro i prestiti alle imprese seguono il Pil con un ritardo di tre trimestri (con un coefficiente di correlazione di 0,68; cfr. BCE, 2009b). Per l'Italia si riscontra un ritardo analogo, ma con un grado di correlazione più contenuto.

attuale: i prestiti bancari hanno continuato a espandersi nel corso del 2008 e per parte del 2009, pur in presenza di un calo del Pil; nella parte finale del 2009 il credito ha invece mostrato tassi di variazione negativi, nonostante che l'attività produttiva abbia mostrato segnali di ripresa. Inoltre, il rapporto credito/Pil riflette, oltre che l'andamento congiunturale, la tendenza di lungo periodo alla finanziarizzazione tipica delle economie avanzate. Depurando da quest'ultima componente, emerge come la variazione ciclica del rapporto credito/Pil abbia iniziato a flettere in misura significativa dalla metà del 2008.

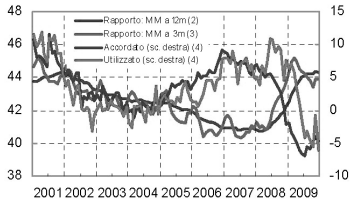
Un tale andamento potrebbe indicare una riduzione dell'offerta di credito. Tuttavia un calo del rapporto rispetto al precedente picco ciclico in corrispondenza o all'indomani di una recessione si è registrato anche in passato (ad esempio nei periodi 1974-75 e 1992-93); non si può quindi escludere che l'attuale riduzione, peraltro ancora inferiore a quelle del passato, rifletta il deterioramento della rischiosità dei debitori, piuttosto che fattori di offerta connessi con le scelte delle banche.

Rapporto di utilizzo delle linee di credito. Dalla metà del 2008 il rapporto tra il credito in conto corrente utilizzato e quello accordato è aumentato bruscamente (figura 13, pannello a), invertendo la precedente tendenza al calo: da valori inferiori al 41 per cento nella primavera del 2008 esso è salito a oltre il 45 nella prima parte del 2009. L'aumento è stato avviato dal credito accordato, il cui ritmo di crescita si è fortemente ridotto già nei primi mesi della crisi, divenendo negativo alla fine del 2008. Il credito utilizzato ha invece continuato a crescere fino all'inizio del 2009, e solo dallo scorso giugno ha iniziato a ridursi. Nei mesi più recenti il rapporto ha mostrato segnali di stabilizzazione, a fronte di una contrazione di entità pressoché analoga sia dell'accordato, sia dell'utilizzato.

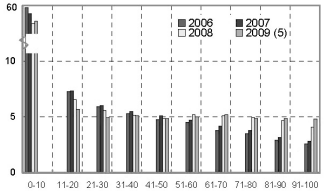
Il livello medio tuttora contenuto del rapporto di utilizzo indica che le imprese hanno ancora a disposizione margini assai ampi sulle linee di credito. La distribuzione del rapporto tra gruppi di imprese mostra però che l'incremento osservato nei mesi più recenti riflette pressoché per intero l'aumento registrato dalle imprese con un grado di utilizzo elevato (figura 13, pannello b); in particolare, alla fine dello scorso anno quasi il 10 per cento delle imprese si situava negli ultimi due decili della distribuzione (con un rapporto superiore all'80 per cento). Una possibile interpretazione è che le banche abbiano contenuto gli affidamenti alla clientela ritenuta marginale[10].

Figura 13
Rapporto di utilizzo delle linee di credito
(*punti percentuali*)

(a) Credito utilizzato, accordato e rapporto di utilizzo (*dati mensili*)



(b) Distribuzione del rapporto di utilizzo (1) (*frequenze relative; dati di fine periodo*)

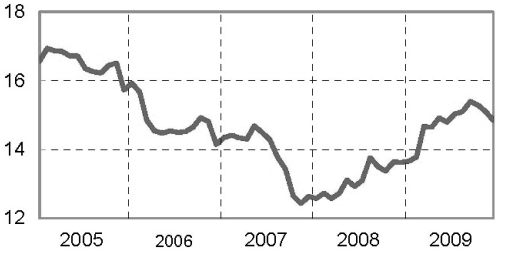


Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Centrale dei Bilanci.
(1) Campione di oltre 20.000 imprese. Asse delle ascisse: classi di rapporto di utilizzo delle line di credito; asse delle ordinate: frequenze relative. – (2) Rapporto di utilizzo: media mobile a dodici mesi. – (3) Rapporto di utilizzo: media mobile a tre mesi. – (4) Variazioni percentuali sui dodici mesi. (5) Dati riferiti a fine novembre.

Figura 14

(a) Indice di liquidità degli attivi bancari (1)

(*dati mensili; punti percentuali*)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.
(1) Rapporto fra la somma di cassa e titoli diversi da azioni all'attivo e l'aggregato che li comprende insieme ai prestiti (escluso l'interbancario).

Liquidità degli attivi bancari. Nel 2008 e soprattutto nel 2009 è fortemente aumentato il peso delle poste liquide sulle attività complessive delle banche. L'indice di liquidità, calcolato come rapporto fra la somma di cassa e titoli diversi da azioni e l'aggregato che li comprende insieme ai prestiti, ha interrotto la precedente tendenza al calo ed è tornato a crescere (figura 14).

Nel 2009 tale andamento è stato in larga misura la conseguenza del significativo aumento degli acquisti netti di titoli pubblici: in particolare, durante lo scorso anno le banche hanno acquistato titoli di Stato per 42

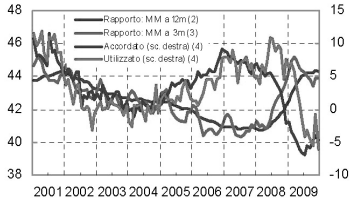
[10] Nell'attuale fase, l'interpretazione dell'andamento del rapporto di utilizzo richiede cautela. Da un lato, gli intermediari possono aver aumentato (o ridotto meno) il credito accordato al fine di limitare l'incremento degli sconfinamenti, soggetti a un trattamento prudenziale sfavorevole; ciò riduce il rapporto di utilizzo, dando luogo a una sottostima di eventuali restrizioni nelle condizioni di offerta. Dall'altro lato, in seguito alla promulgazione della Legge n. 2 del 28 gennaio 2009, molte banche hanno sostituito la commissione di massimo scoperto, legata all'effettivo utilizzo delle linee di credito, con commissioni legate all'ammontare del credito accordato; ciò ha verosimilmente indotto le imprese a ridimensionare le richieste di accordato, accrescendo il rapporto di utilizzo e dando luogo a una sovrastima della restrizione all'offerta di prestiti.

miliardi, pari a circa il 40 per cento del flusso complessivo di raccolta sull'interno, a fronte di un volume di prestiti al settore privato pari a un terzo della raccolta; negli anni precedenti gli acquisti netti di titoli pubblici avevano rappresentato una quota trascurabile della raccolta (2 per cento nel 2008). Le banche mostrano quindi una propensione crescente a investire in attività liquide e a basso rischio.

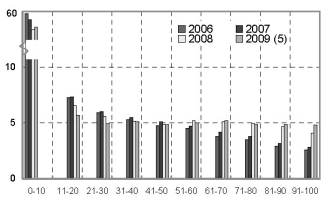
Quota di prestiti garantiti. Come già accennato, una restrizione dell'offerta di credito provocata da un innalzamento dell'avversione al rischio degli intermediari dovrebbe determinare un incremento della quota di prestiti assistiti da garanzie reali o personali. Durante la crisi finanziaria l'incidenza dei prestiti garantiti non ha però mostrato una chiara tendenza o variazioni significative (figura 15, pannello a e b).

Figura 15
Finanziamenti bancari assisti da garanzia (1)
(*in percentuale dei prestiti complessivi*)

(a) Prestiti a famiglie e imprese



(b) Prestiti per settore di attività economica



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia
(1) Prestiti assistiti da garanzie reali o personali. – (2) Prestiti con scadenza originaria superiore all'anno. (3) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

Nel complesso, la lettura congiunta dei diversi indicatori non consente di scartare l'ipotesi secondo cui a frenare la dinamica del credito avrebbero concorso fattori di offerta. Questi sono in parte riconducibili alla maggiore rischiosità dei prestiti, che contribuisce ad ampliare i differenziali fra tassi bancari e tassi del mercato monetario, spinge le banche a mantenere elevata la richiesta di garanzie e comprime il rapporto tra credito e Pil. Non mancano peraltro indicazioni del fatto che la dinamica del credito avrebbe risentito delle politiche delle stesse banche, che hanno privilegiato le attività liquide e a basso rischio, accresciuto la cautela negli impieghi alla clientela con basso merito di credito e concesso fidi con cautela maggiore rispetto al passato.

3. Le indagini campionarie

Indicazioni riguardo l'incidenza relativa di domanda e offerta sul rallentamento del credito possono essere desunte anche dai sondaggi sulle condizioni di accesso al credito condotti presso banche e imprese sia dalla Banca d'Italia, sia da altre istituzioni italiane ed estere.

3.1 Il punto di vista delle banche: la Bank Lending Survey

Dal 2002 la Banca d'Italia e le altre banche centrali dell'area dell'euro effettuano presso i maggiori intermediari nazionali una indagine qualitativa trimestrale, la *Bank Lending Survey* (*BLS*), al fine di valutare le condizioni della domanda e dell'offerta di credito a famiglie e imprese. Per l'Italia partecipano gli 8 principali gruppi bancari (cui fa capo il 60 per cento dei prestiti totali)[11].

[11] Il questionario e le risposte delle banche italiane sono disponibili all'indirizzo http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/bls; i risultati sono commentati nel Bollettino Economico della Banca d'Italia.

Imprese

Secondo gli intermediari interpellati, durante la crisi finanziaria la *domanda* di prestiti da parte delle imprese si sarebbe indebolita: avrebbe iniziato a decelerare nel 2007 (figura 16, pannello a); avrebbe registrato una ulteriore, brusca flessione nei mesi a cavallo tra il 2008 e il 2009, mantenendosi poi debole. Al calo avrebbero contribuito tutte le principali determinanti: gli investimenti, le scorte, il fabbisogno di capitale circolante e le operazioni societarie.

Le banche intervistate indicano che nell'ultimo biennio le *condizioni di offerta* di credito alle imprese si sarebbero fatte più restrittive: l'irrigidimento sarebbe iniziato alla fine del 2007 e avrebbe raggiunto l'apice alla fine del 2008; si sarebbe poi attenuato nel 2009, fino ad annullarsi nella rilevazione dello scorso gennaio. Non emergono differenze significative fra piccole e grandi imprese. Riguardo le cause, l'irrigidimento dell'offerta di credito alle imprese sarebbe ascrivibile in primo luogo all'aumento della rischiosità dei debitori, derivante sia dal deterioramento delle prospettive dell'economia italiana nel suo complesso sia dalle difficoltà di specifici settori produttivi. Secondo le banche, anche i vincoli di bilancio connessi con la loro capacità di reperire finanziamenti e con la situazione patrimoniale e di liquidità avrebbero contribuito a frenare l'offerta di prestiti; l'entità di questi effetti è nel complesso limitata ma ha assunto rilevanza nella fase acuta della crisi, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009[12]. La restrizione sarebbe stata attuata per lo più ampliando i margini sui prestiti, soprattutto quelli ai clienti più rischiosi; tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, le

[12] Cfr. i riquadri su *Domanda e Offerta di credito in Italia* nei numeri 55, 56 e 57 del Bollettino Economico della Banca d'Italia.

banche hanno dichiarato di aver anche limitato i finanziamenti e ridotto le linee di credito.

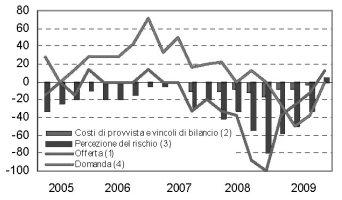
L'andamento e l'intensità delle restrizioni all'offerta segnalati dalle banche italiane sono simili a quelli rilevati in altri principali paesi (figura 16, pannello b): negli Stati Uniti e in Gran Bretagna – dove le banche centrali conducono sondaggi analoghi alla *BLS* – e nel complesso dell'area dell'euro la restrizione avrebbe raggiunto una punta nel 2008, per poi attenuarsi nel 2009.

Figura 16

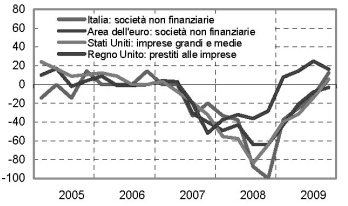
***Bank Lending Survey*: domanda e offerta di prestiti alle imprese**

(percentuali nette)

a) Indici e determinanti delle condizioni di offerta e andamento della domanda



b) Confronto internazionale tra indici delle condizioni di offerta (1)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Federal Reserve e Bank of England.
(1) Percentuale di banche che hanno dichiarato di aver allentato i criteri di erogazione nel trimestre meno percentuale di banche che hanno dichiarato di aver irrigidito i criteri. – (2) Media fra la percentuale di banche che ha dichiarato che (i) i costi connessi con la posizione patrimoniale, (ii) la capacità di finanziarsi sul mercato e (iii) la posizione di liquidità hanno contribuito all'allentamento dei criteri nel trimestre meno la percentuale di banche che ha dichiarato che tali fattori hanno contribuito all'irrigidimento dei criteri. – (3) Media fra la percentuale di banche che ha dichiarato che i rischi connessi con (i) le attese riguardo l'attività economica in generale, (ii) le prospettive riguardo particolari settori o imprese e (iii) le garanzie hanno contribuito all'allentamento dei criteri nel trimestre meno percentuale di banche che ha dichiarato che tali fattori hanno contribuito all'irrigidimento dei criteri. – (4) Percentuale di banche che hanno dichiarato di aver osservato un'espansione della domanda nel trimestre meno percentuale di banche che hanno dichiarato di aver osservato una contrazione.

Famiglie

La *domanda* da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sarebbe indebolita bruscamente tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008 (figura 17, pannello a), riflettendo il deterioramento delle condizioni del mercato immobiliare e il calo del clima di fiducia delle famiglie; successivamente, nella parte finale dello scorso anno, la richiesta di mutui avrebbe mostrato un qualche recupero. La decelerazione della domanda di credito al consumo sarebbe iniziata più tardi, rimanendo poi contenuta.

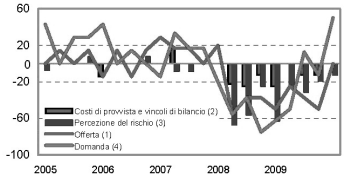
Le tensioni nell'*offerta* di prestiti alle famiglie sarebbero insorte nel 2008 e si sarebbero mantenute di intensità inferiore rispetto a quelle segnalate per le imprese; attualmente riguarderebbero unicamente il credito al consumo. La disponibilità di credito avrebbe risentito della percezione da parte delle banche di un peggioramento delle condizioni del mercato immobiliare. Anche per le famiglie la restrizione sarebbe stata attuata principalmente attraverso un aumento dei margini sui prestiti; nella fase acuta della crisi, le banche avrebbero anche aumentato la richiesta di garanzie per dato volume di mutui.

Come per le imprese, l'andamento delle restrizioni all'offerta di prestiti alle famiglie segnalato dalle banche italiane è simile a quello rilevato negli altri principali paesi (figura 17, pannello b).

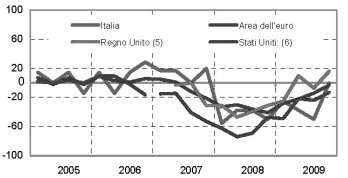
Figura 17
Domanda e offerta di mutui alle famiglie

(percentuali nette)

a) Indici e determinanti delle condizioni di offerta e andamento della domanda



b) Confronto internazionale tra indici delle condizioni di offerta (1)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Federal Reserve e Bank of England.
(1) Percentuale di banche che hanno dichiarato di aver allentato i criteri di erogazione nel trimestre meno percentuale di banche che hanno dichiarato di aver irrigidito i criteri. – (2) Media fra la percentuale di banche che ha dichiarato che il fattore ha contribuito all'allentamento dei criteri nel trimestre meno percentuale di banche che ha dichiarato che esso ha contribuito all'irrigidimento dei criteri. – (3) Media fra la percentuale di banche che ha dichiarato che i rischi connessi con (i) le attese riguardo l'attività economica in generale, (ii) le prospettive del mercato degli immobili residenziali hanno contribuito all'allentamento dei criteri nel trimestre meno percentuale di banche che ha dichiarato che tali fattori hanno contribuito all'irrigidimento dei criteri. – (4) Percentuale di banche che hanno dichiarato di aver osservato un'espansione della domanda nel trimestre meno percentuale di banche che hanno dichiarato di aver osservato una contrazione. – (5) Prestiti garantiti alle famiglie. – (6) Solo mutui *prime* a partire dal primo trimestre del 2006.

Per l'Italia, le indicazioni della *BLS* sono confermate da indagini condotte a più riprese dalla Banca d'Italia nel corso del 2009 a livello territoriale presso un campione assai ampio di intermediari (circa 400). Le risposte indicano che la *domanda* di credito delle imprese avrebbe sensibilmente rallentato nel primo semestre del 2009, registrando successivamente una moderata ripresa, soprattutto al Centro e nel Mezzogiorno. I criteri di *offerta* si sarebbero fatti più rigidi a cavallo tra il 2008 e il 2009, per poi allentarsi progressivamente.

L'inasprimento sarebbe stato di forza analoga fra le diverse aree geografiche e sarebbe stato accentuato per i

prestiti alle società di costruzione. Distinguendo per dimensione di banca, la restrizione è risultata più decisa per gli intermediari maggiori nell'ultimo trimestre del 2008; le differenze si sarebbero tuttavia annullate nel 2009. Come per la *BLS,* il calo dell'offerta è attribuito soprattutto al peggioramento del rischio di credito; i vincoli patrimoniali sarebbero divenuti stringenti tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009. Per i prestiti alle *famiglie*, l'irrigidimento sarebbe stato più intenso presso le banche grandi sia alla fine del 2008 sia all'inizio del 2009, soprattutto nel Mezzogiorno.

3.2 Il punto di vista delle imprese

Indagini presso le imprese circa le condizioni della domanda e dell'offerta di credito sono svolte: (i) dalla Banca d'Italia congiuntamente con *Il Sole 24-Ore* nell'ambito dell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita da parte delle imprese dell'industria e dei servizi con almeno 50 addetti; (ii) dalla Banca d'Italia due volte l'anno (una prima volta tra febbraio e aprile mediante l'Indagine campionaria e una seconda in autunno attraverso il Sondaggio congiunturale) presso le imprese industriali e dei servizi con 20 o più addetti; (iii) dall'ISAE con l'inchiesta mensile presso le imprese manifatturiere ed estrattive; (iv) dalla BCE con il sondaggio sul finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI) nell'area dell'Euro, condotto per la prima volta nel 2009 (in giugno e in dicembre). Nonostante il comune obiettivo di esaminare l'accesso al credito da parte delle imprese, le indagini differiscono quanto a metodologia, numerosità e tipologia delle aziende intervistate; i risultati sono pertanto confrontabili unicamente dal punto di vista qualitativo[13].

[13] Per un'analisi dei risultati delle indagini presso le imprese, si veda anche Paolazzi e Rapacciuolo (2009).

Andamento della domanda di credito. Il Sondaggio e l'Indagine congiunturale della Banca d'Italia e il sondaggio della BCE includono quesiti sull'andamento della domanda dei prestiti e delle linee di credito. Le indicazioni raccolte dalla Banca d'Italia suggeriscono che dalla metà del 2009 la domanda si sarebbe indebolita: la percentuale netta di imprese che afferma di avere maggiori esigenze di finanziamento è scesa al 13 per cento nell'ottobre del 2009, dal 15 registrato sia nella primavera dello stesso anno sia nell'autunno del 2008. Secondo il sondaggio della BCE la domanda di prestiti sarebbe rimasta invece sostenuta: la percentuale netta di imprese che indica un aumento è salita al 27 per cento nella seconda metà del 2009, dal 18 dei primi sei mesi dell'anno.

Andamento dell'offerta. La figura 18 riassume, sulla base dei diversi sondaggi, l'andamento della quota di imprese che nell'ultimo biennio ha segnalato difficoltà di accesso al credito (valori più elevati indicano un peggioramento delle condizioni di offerta di prestiti rispetto allo specifico periodo di riferimento). Le opinioni delle imprese concordano con quelle delle banche riguardo l'ipotesi che la restrizione dell'offerta di credito sarebbe emersa all'inizio del 2008 e avrebbe raggiunto l'apice a cavallo tra il 2008 e il 2009. A differenza della *BLS*, tuttavia, la tendenza al miglioramento delle condizioni di offerta nei mesi più recenti è meno evidente; in particolare, secondo il sondaggio della BCE, nella seconda parte dell'anno la quota complessiva di aziende che lamenta un irrigidimento delle condizioni di offerta rimane pressoché inalterata, al 31 per cento.

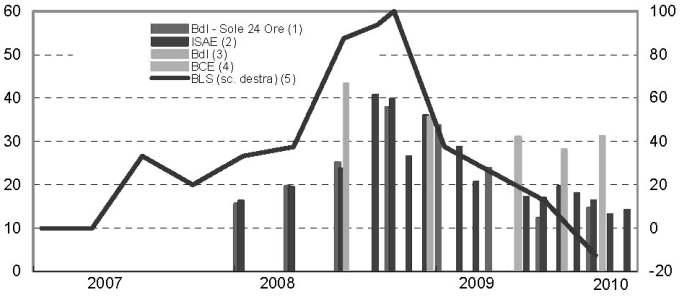
Nella fase di più difficile accesso al credito, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, le difficoltà si sarebbero manifestate in misura analoga per le imprese sia grandi sia piccole e medie (figura 19). Differenze sono emerse nei mesi più recenti: sia il sondaggio ISAE sia quello

Banca d'Italia–*Il Sole 24-Ore* segnalano che le tensioni si sarebbero decisamente affievolite per le imprese grandi, mentre sarebbero proseguite, attenuandosi solo leggermente, per quelle piccole e medie.

Figura 18

Indici delle condizioni di accesso al credito da parte delle imprese in Italia

(percentuali nette)

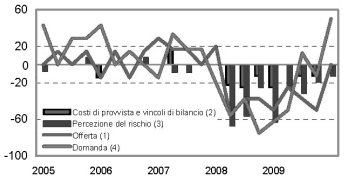


Fonti: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Banca d'Italia–Il Sole 24 Ore, ISAE, BCE.
(1) Indagine Banca d'Italia–*Il Sole 24-Ore* sulle aspettative di inflazione e crescita: percentuale di imprese che dichiara di aver riscontrato condizioni peggiori rispetto a tre mesi prima (2) Inchiesta ISAE presso le imprese manifatturiere ed estrattive: percentuale netta di imprese che dichiara di aver rilevato condizioni meno favorevoli di accesso al credito rispetto al trimestre precedente. – (3) Indagine e Sondaggio congiunturale della Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi: percentuale di imprese che ha rilevato un inasprimento delle condizioni di indebitamento nei sei mesi precedenti. – (4) Sondaggio della BCE sul finanziamento delle piccole e medie imprese: percentuale netta di imprese che ha dichiarato di aver riscontrato un peggioramento nella disponibilità di credito bancario negli ultimi sei mesi. – (5) *Bank Lending Survey*: percentuale di banche che ha dichiarato di aver irrigidito i criteri di erogazione del credito alle imprese nel trimestre meno percentuale di banche che ha dichiarato di aver allentato i criteri.

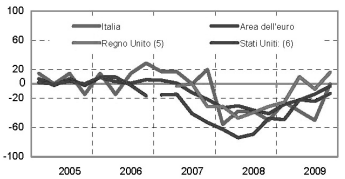
Figura 19
Indici delle condizioni di accesso al credito per dimensione d'impresa (1)

(percentuali nette)

(a) Inchiesta ISAE (2)



(b) Indagine Banca d'Italia Il Sole 24 Ore (3)



Fonti: elaborazioni su dati ISAE e Banca d'Italia–Il Sole 24 Ore.
(1) Percentuali nette calcolate come differenza tra la percentuale di risposte che indicano un irrigidimento dei criteri di erogazione del credito e la percentuale di quelle che indicano un allentamento rispetto a tre mesi prima. (2) Imprese piccole: 10-99 addetti; medie: 100-499; grandi: 500 o più. (3) Imprese piccole: 50-199 addetti; medie: 200-499; grandi 500 o più. La spaccatura per dimensione non è disponibile per marzo e giugno del 2008.

Le risposte all'indagine della BCE si discostano in parte da quelle appena descritte e dalle indicazioni rivenienti dalla *BLS*[14]. Nei primi sei mesi del 2009 la restrizione creditizia risulta assai maggiore per le imprese grandi (con più di 250 addetti) rispetto alle altre (tavola 1)[15]. Nella seconda parte dell'anno, tuttavia, le imprese minori (con meno di 50 addetti) denunciano un peggioramento delle condizioni di offerta, a fronte di un'attenuazione della restrizione per le imprese maggiori.

[14] Come detto, nella BLS non emergono differenze significative nell'andamento dell'offerta fra le imprese grandi (definite come quelle con fatturato annuo superiore a 50 milioni di euro) e quelle piccole (con fatturato inferiore a 50 milioni).

[15] Nel sondaggio della BCE, le imprese sono classificate secondo lo schema: micro imprese: 1-9 addetti; imprese piccole: 10-49 addetti; imprese medie: 50-249 addetti; imprese grandi: 250 e oltre. Nel Sondaggio Banca d'Italia le imprese sono classificate in classi con: tra 20 e 49 addetti; tra 50 e 199 addetti; tra 200 e 499 addetti; uguale e oltre 500 addetti.

Infine, secondo il Sondaggio congiunturale della Banca d'Italia nei trimestri centrali del 2009 l'intensità della restrizione sarebbe rimasta simile per le imprese di diverse dimensioni, analogamente a quanto rilevato per lo stesso periodo del 2008.

Tavola 1

Altri sondaggi sull'accesso al credito da parte delle imprese italiane nel 2009

(*valori percentuali*)

(a) Sondaggi della Banca Centrale Europea

Imprese		No. addetti	Restrizione dell'offerta (1) 2009 I sem.	Restrizione dell'offerta (1) 2009 II sem.	Imprese razionate (2) 2009 I sem.	Imprese razionate (2) 2009 II sem.
Grandi		250+	46.9	36.2	1.9	5.1
Piccole e medie		< 250	26.0	29.4	3.0	6.5
di cui:	*micro*	*1-9*	*28.8*	*33.3*	*3.6*	*7.6*
	piccole	*10-49*	*19.2*	*26.0*	*2.3*	*5.9*
	medie	*50-249*	*28.1*	*22.4*	*1.9*	*3.3*
Totale			31.3	31.1	2.8	6.3

(b) Sondaggio congiunturale della Banca d'Italia

Imprese	No. addetti	Restrizione dell'offerta (3) 2008 II-III trim.	Restrizione dell'offerta (3) 2009 II-III trim.	Imprese razionate (4) 2008 II-III trim.	Imprese razionate (4) 2009 II-III trim.
Grandi	500+	45.1	32.9	2.5	6.8
Piccole e medie					
	20-49	*41.5*	*31.3*	*3.7*	*8.7*
	50-199	*47.1*	*32.4*	*3.3*	*9.8*
	200-499	*49.5*	*38.1*	*3.3*	*9.6*
Totale		43.4	31.9	3.6	9.0

Fonti: BCE. Banca d'Italia.
(1) Differenza tra la percentuale di risposte indicanti un irrigidimento dei criteri di erogazione del credito e la percentuale di risposte indicanti un allentamento. (2) Percentuale di imprese a cui la banca ha rifiutato la concessione o il rinnovo del prestito. (3) Percentuale netta di imprese che indica un inasprimento delle condizioni di indebitamento. (4) Percentuale di imprese che rileva un inasprimento delle condizioni di indebitamento *e* cita tra le cause il rifiuto ricevuto alla richiesta di nuovi finanziamenti.

4. Le analisi econometriche

Questa sezione esamina dapprima gli studi econometrici che hanno analizzato l'andamento recente degli impieghi bancari e il contributo di domanda e offerta alla dinamica del credito sulla base di ipotesi circa l'identificazione di ciascuna componente. Successivamente si valuta l'effetto del calo dell'offerta di prestiti sull'attività produttiva.

4.1 Una stima degli effetti di offerta

Un primo approccio, utilizzato con regolarità in Banca d'Italia per l'analisi della congiuntura creditizia, è basato sull'analisi econometrica della domanda di credito. Se il modello adottato è correttamente specificato, uno scostamento tra la crescita effettiva degli impieghi e quella prevista dalla funzione di domanda può riflettere uno shock all'offerta, nella misura in cui quest'ultimo agisca mediante restrizioni di tipo quantitativo e non invece attraverso un aumento dei tassi applicati dalle banche. In particolare, una domanda di credito stimata superiore ai prestiti erogati (ossia un residuo con segno negativo nella stima dell'equazione di domanda) segnalerebbe l'esistenza di restrizioni dal lato dell'offerta di prestiti. Questo metodo non consente di distinguere se la restrizione di offerta sia dovuta a fattori esterni alla banca (quali ad esempio un peggioramento delle prospettive macroeconomiche o un deterioramento del merito di credito della clientela) o invece alle condizioni e alle scelte degli intermediari.

Con riferimento alla domanda di prestiti da parte delle imprese, l'esercizio appena illustrato è stato condotto con il modello basato su Casolaro *et al*. (2006). Come già descritto nel paragrafo 2.1, il modello pone in relazione la dinamica del credito con l'andamento del Pil, con il fabbisogno finanziario delle imprese (misurato dal rapporto fra investimenti e margine operativo lordo) e con il differenziale fra i tassi bancari attivi e i tassi del mercato monetario[16]. I risultati mostrano che nei mesi più recenti, con l'acuirsi della crisi, i residui dell'equazione di domanda stimata – che in precedenza oscillava-

[16] Il modello è stato stimato per il periodo 1986-2009.

no intorno allo zero e assumevano valori ridotti in termini assoluti – sono divenuti sistematicamente negativi e si sono ingranditi (figura 20, pannello a), raggiungendo un picco nell'ultimo trimestre del 2008. Per di più, l'andamento nel tempo dei residui mostra una chiara correlazione con l'indice di restrizione dell'offerta di credito alle imprese desunto dalla *BLS*. Nell'intervallo che intercorre fra il terzo trimestre del 2008 e il corrispondente periodo del 2009, la flessione del ritmo di espansione annuo dei prestiti attribuibile alla restrizione dell'offerta da parte delle banche è stimabile in circa 1,5 punti percentuali.

Un esercizio analogo è stato effettuato per la domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie, utilizzando il modello basato su Casolaro e Gambacorta (2005), in cui la domanda di mutui è rapportata ai prezzi degli immobili, al Pil e al tasso di interesse sui prestiti. In questo caso gli effetti di offerta sembrano contenuti: fra la fine del 2007 e quella del 2009 i residui dell'equazione di domanda continuano a oscillare intorno allo zero, senza mostrare una chiara tendenza (figura 20, pannello b)[17].

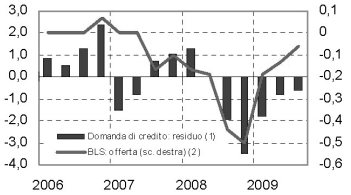
[17] Durante tale periodo, i residui dell'equazione stimata non risultano statisticamente diversi da zero.

Figura 20

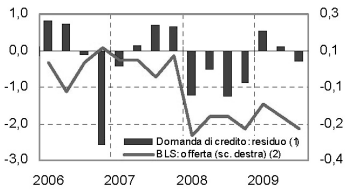
Residuo dell'equazione di domanda e condizioni di offerta

(*punti percentuali; indice di diffusione*)

(a) Prestiti alle imprese



(b) Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.
(1) Per le imprese: differenza fra la crescita sui dodici mesi del credito effettivo e quella della domanda, stimata con il modello basato su Casolaro *et al*. (2006); cfr. nota 5 nel testo. Per le famiglie: differenza fra la crescita sui dodici mesi del credito effettivo e quella della domanda, stimata con il modello basato su Casolaro e Gambacorta (2005); cfr. nota 5 nel testo. – (2) Valori negativi indicano una restrizione dell'offerta. L'indice è costruito sulla base del seguente schema di ponderazione: 1=notevole allentamento, 0,5=moderato allentamento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato irrigidimento, -1=notevole irrigidimento.

Il metodo appena descritto ha dei limiti, in quanto analisi basate sulla stima della domanda di prestiti potrebbero risultare in parte fuorvianti in una fase di irrigidimento dell'offerta. Shock negativi alla disponibilità di credito che comprimessero variabili quali il Pil o i consumi potrebbero infatti limitare la domanda di finanziamenti bancari; *ex post*, la dinamica del credito potrebbe apparire coerente con l'evoluzione della domanda stimata, celando l'effetto negativo della restrizione dell'offerta.

In presenza di fenomeni di razionamento, l'esame della domanda fornisce informazioni utili nel breve periodo, prima che le richieste di finanziamenti possano adattarsi al nuovo contesto, ma potrebbe sviare l'analisi su orizzonti temporali più estesi. In una tale situazione

l'esistenza di eventuali restrizioni alla disponibilità di credito va ricercata analizzando direttamente le politiche di offerta seguite dalle banche.

Del Giovane *et al*. (2010) valutano l'effetto dei fattori sia di domanda sia di offerta sulla dinamica dei prestiti a famiglie e imprese sulla base delle risposte delle banche italiane alla *BLS*. Dopo aver analizzato la relazione esistente a livello di singola banca fra il credito erogato da un lato e gli indicatori della *BLS* circa le condizioni di domanda e di offerta dall'altro, il lavoro effettua un esercizio controfattuale al fine di stimare il contributo dei fattori di offerta alla riduzione della crescita trimestrale dei prestiti[18]. Per il periodo compreso tra il terzo trimestre del 2007 e la fine del 2009 questo è stimato in un intervallo compreso fra due punti e mezzo e tre punti e mezzo (in ragione d'anno), in media[19]; la restrizione si sarebbe peraltro significativamente attenuata nei mesi più recenti. I risultati indicano che i criteri di offerta sarebbero divenuti restrittivi in risposta soprattutto alla maggiore rischiosità del quadro macroeconomico e dei debitori percepita dagli intermediari, in particolare all'indomani del dissesto di Lehman. Le condizioni di bilancio delle banche, quali la capitalizzazione, il grado di liquidità e l'accesso alle fonti di finanziamento avrebbero esercitato un effetto di rilevanza contenuta, concentrato nella fase acuta della crisi.

[18] L'esercizio confronta la crescita stimata del credito erogato dalle singole banche con quella che si sarebbe registrata se le condizioni di offerta di credito, misurate dalla *BLS*, fossero rimaste invariate sui valori precedenti la crisi.

[19] Come sottolineato dagli autori, tale valore potrebbe sovrastimare la restrizione dell'offerta di credito per il sistema bancario nel suo complesso, in quanto gli intermediari partecipanti alla *BLS* hanno registrato un rallentamento dei prestiti alle imprese accentuato rispetto alle altre banche.

Utilizzando un campione di circa 20.000 osservazioni a livello banca-impresa, Albertazzi e Marchetti (2010) valutano l'impatto dei fattori di offerta sulla dinamica dei prestiti alle imprese nel periodo di maggiore crisi (settembre 2008-marzo 2009). Il lavoro impiega una metodologia econometrica volta a tener conto sia delle variazioni della domanda da parte delle imprese sia delle caratteristiche delle aziende in grado di influenzare l'offerta di credito, quale ad esempio la rischiosità; ciò consente di isolare l'effetto di eventuali restrizioni dal lato dell'offerta[20]. Nel complesso, l'impatto sulla dinamica annuale dei prestiti derivante da vincoli patrimoniali e di liquidità delle banche è stimato in circa un punto percentuale. La restrizione sarebbe stata più intensa per le banche appartenenti ai maggiori gruppi; gli intermediari con un minor livello di capitalizzazione avrebbero ridotto l'offerta in particolare nei confronti delle imprese più piccole e più rischiose.

4.2 Gli effetti sull'attività economica

Questo paragrafo valuta l'impatto macroeconomico della minore disponibilità di credito utilizzando il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia[21]. A tale fine è stato confrontato l'andamento della domanda aggregata e del Pil in due scenari alternativi. Nel primo scenario, realizzato con la versione standard del modello econometrico, l'accumulazione di capitale produttivo è stata posta in relazione con il costo dei finanziamenti, con le prospettive di domanda e con il clima di

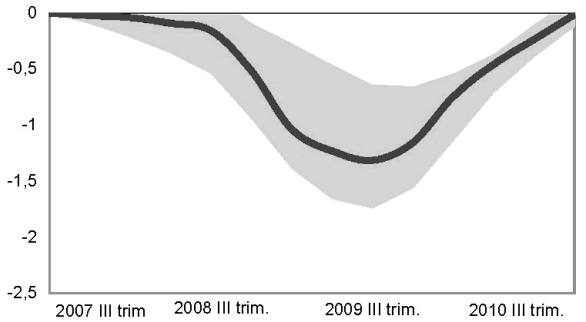
[20] Nel dettaglio, il lavoro analizza una *cross section* di osservazioni banca impresa, sfruttando il fenomeno del multi-affidamento per introdurre effetti fissi di impresa che consentono di controllare per tutte le caratteristiche riconducibili alle imprese debitrici, inclusa la loro domanda di credito.

[21] Sono grato a Lisa Rodano per aver effettuato le elaborazioni con il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia.

fiducia delle imprese. Nel secondo scenario, tra le variabili esplicative dell'equazione degli investimenti è stata inclusa, in aggiunta alle precedenti variabili, una stima dell'entità della restrizione dell'offerta di credito. Per tener conto delle difficoltà di misurazione, quest'ultima componente viene stimata in più modi; oltre ai risultati dei modelli descritti nel paragrafo 4.1, è stato utilizzato il modello di Fair e Jaffee (1972), che ipotizza l'esistenza di una relazione positiva tra l'eccesso di domanda e il prezzo relativo di un bene[22]. Lo shock così ottenuto è stato poi usato per valutare l'andamento del Pil nello scenario alternativo[23].

Figura 21
Effetti della restrizione dell'offerta sul Pil (1)

(*scarti percentuali rispetto alla* baseline *senza restrizione*)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.
(1) Per ciascun trimestre il margine superiore e il margine inferiore dell'area rappresentano, rispettivamente, la stima massima e minima dell'impatto della restrizione; la linea continua rappresenta la stima mediana.

[22] Nell'esercizio effettuato l'eccesso di domanda sul mercato del credito viene stimato sulla base del prezzo relativo dei prestiti, approssimato con lo *spread* tra il tasso bancario attivo e il tasso interbancario a tre mesi.

[23] L'utilizzo di tale versione modificata del modello consente di ridurre in misura considerevole l'errore di stima degli investimenti e quindi del prodotto per il 2009.

I risultati di questi esercizi sono sintetizzati nella figura 21, che riporta il valore mediano (la curva continua) e il campo di oscillazione (la fascia ombreggiata) delle diverse stime in ciascun periodo. I risultati indicano che l'effetto dell'offerta di credito sul prodotto, trascurabile nel 2007, sarebbe rimasto contenuto nel 2008. Esso sarebbe poi aumentato fino al terzo trimestre del 2009, raggiungendo un valore compreso tra un minimo di circa 0,5 e un massimo di circa 1,5 punti percentuali, a seconda dei metodi utilizzati; durante lo scorso anno la contrazione media del prodotto riconducibile alla riduzione dell'offerta di credito è valutabile in 1,2 punti percentuali. L'effetto sarebbe destinato ad assottigliarsi e ad annullarsi nel 2010.

Due qualificazioni sono utili per interpretare queste stime. In primo luogo, il concentrarsi nei trimestri della crisi di molteplici, forti shock economici per i quali c'è poca evidenza nel resto del campione di stima del modello econometrico rende difficile isolarne con precisione il contributo. L'esercizio potrebbe sovrastimare gli effetti della restrizione dell'offerta di credito: l'inclusione dell'eccesso di domanda di prestiti nell'equazione degli investimenti potrebbe infatti cogliere in parte effetti dovuti a fattori non osservabili che hanno contribuito a comprimere gli investimenti durante la crisi (si pensi ad esempio al diffuso pessimismo emerso all'indomani del fallimento di Lehman)[24]. Inoltre, la flessione dell'attività produttiva attribuibile al calo dell'offerta di credito va confrontata con la caduta complessiva del prodot-

[24] Le variabili esplicative dell'equazione degli investimenti includono il clima di fiducia delle imprese. Tale variabile potrebbe non riuscire a cogliere appieno il deterioramento delle aspettative registrato nelle fasi acute della crisi; ad esempio, essa rappresenta il saldo tra la quota di imprese pessimiste e quella di imprese ottimiste, ma non tiene conto del *grado* di pessimismo delle prime.

to attribuibile alla crisi, in assenza delle politiche monetarie e fiscali espansive attuate a livello internazionale per contrastare la contrazione dell'attività. Per l'Italia si stima che in assenza di interventi, il complesso dei fattori di crisi avrebbe compresso il *livello* del Pil per oltre 6,5 punti percentuali nel 2009 e quasi 10 nel 2010[25]; agli effetti della restrizione creditizia sugli investimenti sarebbe quindi attribuibile circa un quinto dell'impatto della crisi sull'economia italiana nel 2009; per il 2010 il contributo della restrizione creditizia alla caduta del Pil rappresenterebbe invece una frazione trascurabile del totale.

5. Una valutazione d'assieme

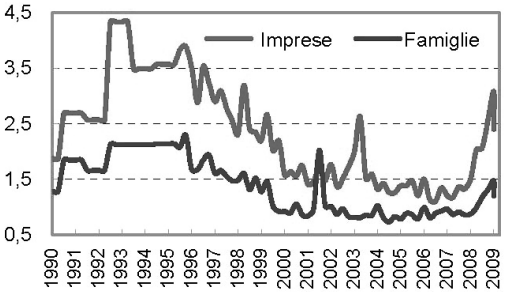
Le analisi illustrate nei paragrafi precedenti indicano che la netta decelerazione dei prestiti bancari osservata nelle diverse fasi della crisi finanziaria non è riconducibile a un'unica causa. Gli indicatori congiunturali e i sondaggi presso banche e imprese concordano con i risultati delle indagini econometriche nel segnalare come motivazione prevalente il calo della domanda di credito da parte di famiglie e imprese, a sua volta conseguenza della forte caduta della domanda per consumi e investimenti e della debolezza del mercato immobiliare.

[25] La valutazione è tratta da Caivano *et al*. (2010), che mostrano che la caduta dell'attività produttiva in Italia è principalmente dovuta a fattori di natura internazionale, oltre che a fattori di natura finanziaria e alla crisi di fiducia di famiglie e imprese.

Figura 22

Sofferenze per settore economico (1)

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.
(1) Dal 1996, flusso annualizzato di sofferenze rettificate nel trimestre in rapporto alla consistenza dei prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente, depurate dalla componente stagionale; fino al 1995, dati annuali trimestralizzati.

I risultati indicano che a frenare la dinamica degli impieghi avrebbero concorso tensioni dal lato dell'offerta, originate soprattutto dal sensibile peggioramento della qualità dei prestiti: l'incremento delle sofferenze, tuttora in atto, è diffuso tra categorie di intermediari e aree geografiche; è accentuato per le imprese, soprattutto quelle manifatturiere e di costruzioni, ma riguarda anche le famiglie (figura 22). Il peggioramento del merito di credito della clientela bancaria è confermato da numerosi indicatori sia bancari – quali l'aumento dei crediti incagliati o ristrutturati – sia di mercato, quali gli *spread* sulle obbligazioni societarie. Si tratta di un fenomeno evidente, la cui analisi esula tuttavia dello scopo di questo lavoro. In un contesto di questa natura, la cautela che caratterizza le scelte di affidamento seguite dalle banche non sorprende; tale circostanza è tipica delle fasi di recessione dell'economia reale, ma nella fase attuale

potrebbe essere accentuata da un aumento dell'avversione al rischio degli intermediari.

Nonostante il loro impatto relativamente modesto sul volume di prestiti erogati, le tensioni nell'offerta di credito sembrano aver avuto un effetto non trascurabile sull'attività produttiva. Questa apparente contraddizione è spiegabile con le caratteristiche strutturali – le debolezze – del sistema finanziario italiano, incentrato sul ruolo delle banche, privo di mercati obbligazionari e azionari sviluppati, di fatto incapace di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito. In un sistema siffatto non deve sorprendere che un arretramento pur contenuto dell'offerta di prestiti possa comprimere in misura non marginale gli investimenti e l'attività produttiva. In altri importanti paesi le restrizioni all'offerta di credito bancario sono maggiori che in Italia, ma i loro effetti sono significativamente mitigati dal ricorso ad altri strumenti di finanziamento da parte delle imprese.

Le imprese italiane, al fine di attenuare gli effetti della minore disponibilità di credito, dopo aver ridotto nel 2008 i depositi bancari nel 2009 hanno aumentato il ricorso ai finanziamenti obbligazionari. Nonostante tale aumento, le emissioni di titoli in rapporto al prodotto interno lordo sono rimaste contenute nel confronto internazionale; esse hanno inoltre riguardato un ristretto numero di aziende di grandi dimensioni: nel 2009 hanno emesso obbligazioni sul mercato dei capitali solo 14 imprese italiane (5 nel 2008), contro circa 400 (sia grandi, sia piccole e medie) negli Stati Uniti, 50 nel Regno Unito e 150 nel resto dell'area dell'euro.

Lo scarso sviluppo del mercato obbligazionario rappresenta un tratto strutturale del nostro sistema finanziario. Nel 2008 la consistenza delle obbligazioni delle imprese rappresentava in Italia il 5 per cento dei debiti

finanziari, contro l'8 in Germania, il 20 in Francia e nel Regno Unito, il 35 negli Stati Uniti. Si tratta di un problema ben noto, legato all'inadeguata dimensione del mercato dei capitali, che affonda le sue radici in caratteristiche strutturali del nostro sistema produttivo[26].

Le tensioni nell'offerta di credito potrebbero estendersi ai prossimi mesi. L'esperienza passata indica infatti che l'aumento dei crediti inesigibili emerge con ritardo rispetto alla fase recessiva, per poi proseguire ben oltre l'avvio della ripresa[27]: ad esempio, a seguito della recessione dell'economia italiana a cavallo tra il 1992 e il 1993, il rapporto tra il flusso di nuove sofferenze e la consistenza dei prestiti, dopo aver toccato una vetta di circa il 4 per cento nel 1993, è rimasto a lungo elevato (intorno al 3 per cento), per poi scendere solo gradualmente verso i livelli pre-crisi. Inoltre, il ritardo con cui i dati contabili delle imprese affidate registrano gli effetti della recessione – riduzione delle vendite, calo di redditività, perdite – provocheranno nei prossimi mesi un deterioramento del merito di credito stimato dagli intermediari mediante sistemi automatici di selezione della clientela. L'effetto congiunto di questi due fattori potrebbe indurre le banche – soprattutto le più grandi, che fondano le loro scelte su dati di tipo quantitativo quali i

[26] Cfr. Panetta (2002): "Le rigidità derivanti dall'elevata imposizione fiscale, dalla scarsa flessibilità dei mercati dei beni e del lavoro e dalla bassa efficienza dei servizi pubblici costituiscono una grave remora alla crescita dimensionale delle imprese italiane, caratterizzate anche per queste ragioni da dimensioni assai contenute nel confronto internazionale. Una delle conseguenze del "nanismo" del nostro sistema produttivo è la bassa domanda di servizi finanziari (quali ad esempio l'assistenza alla quotazione e alla emissione di obbligazioni, il collocamento di prestiti sindacati, la consulenza per fusioni e acquisizioni). Si tratta infatti di servizi ampiamente utilizzati dalle grandi aziende ma poco richiesti dalle imprese piccole, in genere caratterizzate da un numero ristretto di soci e non presenti sui mercati dei capitali".

[27] Tale tendenza è stata rilevata anche in altri paesi; cfr., ad esempio, Kannan (2009).

bilanci (la cosiddetta *hard information*) piuttosto che su informazioni qualitative derivanti dal rapporto diretto con la clientela (*soft information*) – a mantenere un atteggiamento di cautela nell'offerta di credito, pur in una fase di ripresa ciclica. Per di più, l'abbrivio che caratterizza l'operatività delle banche fa sì che l'adozione di criteri di offerta di credito maggiormente restrittivi si ripercuota sulla dinamica dei prestiti con un ritardo di alcuni trimestri.

A limitare i rischi di una carenza di finanziamenti alle imprese italiane nei prossimi mesi contribuirà in primo luogo il superamento della fase recessiva, la ripresa dell'economia reale e il conseguente miglioramento del merito di credito della clientela bancaria.

A sostenere l'offerta di credito concorrono inoltre i numerosi interventi effettuati dalle autorità dall'avvio della crisi. Dato il ruolo preminente del rischio di credito tra gli ostacoli all'espansione dei prestiti, particolare rilevanza assumono le misure volte a sostenere finanziariamente le imprese, migliorandone il merito di credito e contenendone le insolvenze. Nei mesi scorsi sono state estese le garanzie pubbliche sui finanziamenti bancari concesse dal Fondo Centrale di Garanzia per le piccole e medie imprese (PMI), la cui dotazione è stata ampliata; è stato consentito alla Cassa Depositi e Prestiti (CDP) di utilizzare la provvista derivante dal risparmio postale per erogare alle banche finanziamenti finalizzati alla concessione di prestiti alle PMI; il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha stipulato con l'Associazione Bancaria Italiana (ABI) e i rappresentanti delle imprese un accordo che consente di sospendere per dodici mesi il pagamento della quota capitale delle rate di rimborso dei prestiti; è stato varato un fondo chiuso con dotazione iniziale di un miliardo di euro, partecipato dalla CDP e da grandi banche, volto a fornire capitale alle PMI; l'ABI e le

Associazioni dei Consumatori hanno siglato un'intesa che permette alle famiglie in difficoltà di sospendere il pagamento delle rate del mutuo per un periodo di almeno dodici mesi.

La disponibilità di prestiti trae infine beneficio dal miglioramento delle condizioni patrimoniali e di liquidità delle banche. Anche in questo campo le autorità hanno effettuato interventi di ampia portata. A livello internazionale, la Banca centrale europea, la Banca d'Italia e le altre banche centrali nazionali dell'area dell'euro hanno ampliato in misura eccezionale il sostegno alla liquidità delle banche mediante operazioni innovative per caratteristiche e scadenze; hanno avviato, la scorsa estate, un piano di acquisti di obbligazioni bancarie garantite emesse dagli intermediari dell'area. In Italia, dopo il fallimento di Lehman Brothers, il Governo è intervenuto a garanzia dei depositi e delle passività bancarie e a sostegno della capitalizzazione degli intermediari; la Banca d'Italia è intervenuta a più riprese, attraverso misure a supporto della liquidità degli attivi bancari e promuovendo lo sviluppo di un mercato interbancario collateralizzato (MIC). Durante le diverse fasi della crisi i maggiori gruppi bancari italiani hanno continuato a incrementare il capitale e le riserve attraverso molteplici interventi (aumenti di capitale sociale, patrimonializzazione dell'utile conseguito, emissione di titoli sottoscritti dal Ministero dell'economia e delle finanze, cessione di attività); essi hanno inoltre ampliato il ricorso alle fonti di finanziamento più stabili (quali i depositi di famiglie e imprese e le obbligazioni a lungo termine) a scapito delle forme di finanziamento più volatili. In particolare, la contrazione delle posizioni nei confronti di banche estere riduce il rischio che difficoltà di intermediari in altri paesi si traducano in una restrizione dell'offerta di prestiti in Italia.

Bibliografia

Acemoglu, D. (2001), "Credit market imperfections and persistent unemployment", *European Economic Review*, 45, (4-6). 665-679.

Albertazzi, U. e D.J. Marchetti (2010), "Credit Supply, Flight to Quality and Evergreening: An Analysis of Bank-Firm Relationships after Lehman", *Temi di discussione*, Banca d'Italia, n. 756, in corso di pubblicazione.

Angelini P. e A. Generale (2008), "On the Evolution of Firm Size Distributions", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 98(1), pages 426-38, March.

Angelini, P., R. Di Salvo e G. Ferri (1998), "Availability and cost of credit for small businesses: Customer relationships and credit cooperatives", *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 22(6-8), pages 925-954, August.

Bassanetti, A., M. Cecioni, A. Nobili e G. Zevi (2009), "Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo", *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 46, luglio.

BCE (2009a), "Monetary Policy and Loan Supply in the Euro Area", in *Bollettino Mensile*, ottobre, pp. 63-80.

BCE (2009b), "Loans to the Non-Financial Private Sector over the Business Cycle in the Euro Area", in *Bollettino Mensile*, ottobre, Riquadro 1, pp. 18-21.

Bernanke, B. e A. Blinder (1988), "Credit, Money, and Aggregate Demand", *American Economic Review*, No.

78, pp. 435-9.

Bernanke, B.S., M. Gertler e S. Gilchrist (1996), "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, No. 1. (Feb., 1996), pp. 1-15.

Bernanke, B.S. e C.S. Lown (1991), "The Credit Crunch", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991:2, pp. 205-39.

Bonaccorsi di Patti, E., E. Gaiotti e F. Lotti (2003), "Rallentamento degli impieghi e condizioni del mercato del credito: una rassegna degli indicatori", *mimeo*, Banca d'Italia.

Buttiglione, L. e G. Ferri (1994), "Monetary Policy Transmission via Lending Rates in Italy: Any Lesson from Recent Experience?", *Temi di Discussione*, Banca d'Italia, n. 224.

Caivano, M., L. Rodano e S. Siviero (2010), "La trasmissione della crisi all'economia italiana. Un'indagine controfattuale, 2007-2010", Banca d'Italia, in corso di pubblicazione.

Calza, A., C. Gartner e J. Sousa (2003), "Modelling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area", *Applied Economics*, Vol. 35(1), pp. 107-117.

Casolaro L., e L. Gambacorta (2005), "Un modello econometrico per il credito bancario alle famiglie in Italia", Moneta e Credito, marzo.

Casolaro L., G. Eramo e L. Gambacorta (2006), "Un modello econometrico per il credito bancario alle imprese in Italia", Moneta e Credito, giugno.

Del Giovane, P., G. Eramo e A. Nobili (2010), "Disentangling demand and supply in credit developments: A survey-based analysis for Italy", Banca d'Italia, in corso di pubblicazione.

Di Giulio, D. (2009), "Finanziamenti bancari al settore produttivo : Credit crunch o extra-credito?", Temi di Economia e Finanza, n. 1, ABI, Centro Studi e Ricerche, novembre.

Dromel, N., E. Kolakez ed E. Lehmann (2009), "Credit Constraints and the Persistence of Unemployment", *Documents de Travail du Centre d'Economie de la Sorbonne*, n. 32.

Fair, R. e D. Jaffee (1972), "Methods of Estimation for Markets in Disequilibrium", *Econometrica*, Vol. 40, No. 3, maggio, pp. 497-514.

Freixas, J. e J.C. Rochet (1997), *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, ottobre.

International Monetary Fund (2009), "From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?" *World Economic Outlook*, Capitolo 3.

ISAE (2010), "Le imprese italiane e l'accesso al mercato del credito", *Nota Mensile*, gennaio.

Kannan, Prakash (2009), "Credit Conditions and Recoveries from Recessions Associated with Financial Crises", mimeo.

Kok Sørensen C., D. Marqués Ibáñez e C. Rossi (2009), "Modelling loans to non-financial corporations in the euro area", *Working Paper Series* 989, European Central Bank.

Panetta F. (2002), "I riflessi del ciclo economico sull'attività bancaria", in Quaderni dell'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, n. 198, marzo.

Panetta F. (coordinatore), R. Sabbatini, F. Zollino, M.L. Bianchi, M. Bofondi, F. Borselli, G. Bulligan, A. Buoncompagni, M. Cappabianca, L. Carpinelli, A. Chiabrera, F. Columba, G. de Blasio, A. D'Ignazio, C. Fabrizi, C. Gola e F.M. Signoretti (2009a), "L'andamento del mercato immobiliare italiano e i riflessi sul sistema finanziario", *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 59, dicembre.

Panetta F., T. Faeh, G. Grande, C. Ho, M. King, A. Levy, F.M. Signoretti, M. Taboga e Andrea Zaghini (2009b), "An assessment of financial sector rescue programmes", *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 47, luglio.

Paolazzi L. e C. Rapacciuolo (2009), "C'è *credit crunch* in Eurolandia e Italia?", Nota dal C.S.C, numero 09-4, Confindustria, novembre.

Stiglitz, J.E. e A. Weiss (1981), "Credit rationing in markets with incomplete information", *American Economic Review*, 71(3):393–410.

Wasmer, E. e P. Weil (2004), "The macroeconomics of labour and credit market imperfections", *American Economic Review,* 94, 944-963.

Dott. Gregorio DE FELICE
Responsabile Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo SpA

Evoluzione recente del credito alle imprese e le aspettative per l'immediato futuro

La competitività delle imprese

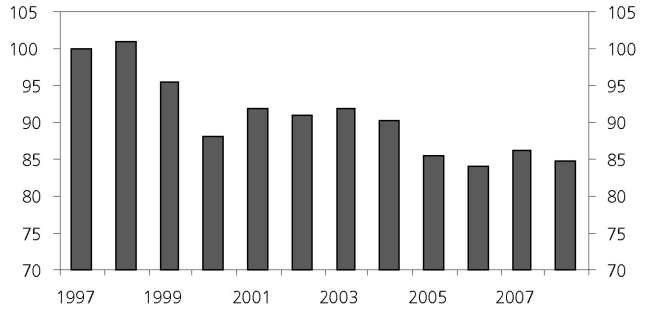
La crisi finanziaria e la recessione economica hanno colpito il sistema industriale italiano in una fase importante di cambiamento. Già da qualche anno le imprese manifatturiere del nostro Paese stavano mostrando positivi segnali di reazione rispetto ad un contesto che le aveva viste, in aggregato, perdere gradualmente quote di mercato a livello internazionale.

Pur in assenza di un preciso indirizzo di politica industriale, un significativo gruppo di imprese, soprattutto di medie dimensioni, già prima dell'inizio della crisi stava realizzando importanti progressi sul fronte dell'innovazione declinata in tutte le sue dimensioni. Sul piano tecnologico, anche in settori *low-tech*, sono stati effettuati importanti investimenti per accrescere l'efficienza aziendale, ridurre i costi e recuperare competitività. Molti sforzi sono stati realizzati nell'ambito della comunicazione e delle politiche di marchio, con effetti moltiplicativi sulla redditività di prodotti già collocati su fasce qualitative che garantiscono un *premium price*. L'approccio ai mercati è divenuto sempre più proattivo con capacità di raggiungere e avere successo su mercati lontani dal punto di vista geografico e culturale. L'organizzazione delle filiere produttive è divenuta sempre più internazionale.
Le imprese più dinamiche hanno saputo coniugare le specificità tradizionali delle imprese minori (flessibilità,

contatto con il territorio, legami familiari) con quelle delle grandi aziende (capacità tecnologica, elevato potere di mercato, internazionalizzazione) proponendo sui mercati un nuovo modello imprenditoriale. La crisi ha avuto pesanti effetti anche su questo nucleo di imprese leader, ma non ha messo in discussione questi punti di forza che sono le basi per ricominciare a crescere.

I segnali di questo processo sono numerosi: vale però la pena di concentrarsi su due in particolare. A partire dal 2006, la caduta delle quote di mercato, che si trascinava ormai dall'avvio dell'Unione Monetaria Europea, si è arrestata, chiaro indizio di una ritrovata competitività. Ciò è avvenuto inoltre in presenza di *mark-up* crescenti, che indicano l'assenza di politiche aggressive sul fronte dei prezzi e un effettivo apprezzamento per i prodotti offerti dalle aziende italiane in termini di rapporto tra qualità e prezzo.

Industria manifatturiera: quota a prezzi correnti sul commercio mondiale (indici1997=100)



Fonte: ICE, Intesa Sanpaolo, Prometeia - ASI

Il secondo aspetto riguarda la crescente dispersione dei risultati tra le aziende. Nel sistema produttivo italiano coesistono imprese con margini elevati e imprese con redditività bassissima o addirittura negativa. A titolo di esempio, nel 2008 un quarto delle imprese aveva un

EBIT in percentuale del fatturato inferiore all'1%; il quarto migliore delle imprese aveva l'analogo valore superiore al 7,7%. Il fenomeno inoltre presenta una tendenza ad accentuarsi. L'elevata varianza non può essere letta che come effetto di percorsi diversi seguiti dalle imprese: molte aziende hanno trovato la via per essere competitive nel mondo globalizzato, mentre altre si sono attardate e sono in difficoltà. I dati di bilancio disponibili si fermano al 2008; possiamo però attenderci un ulteriore incremento della dispersione delle performance negli anni successivi. Nelle fasi di crisi, infatti, il sistema produttivo tende sempre a polarizzarsi e ad accentuare i processi di selezione.

In Italia, siamo quindi in presenza di un'industria duale, con risultati aggregati che risentono molto del peso dei vincenti e dei perdenti, e che pertanto non sempre riescono a dare una sintesi delle tendenze in atto. Il fatto tuttavia che i dati aggregati stessero assumendo, prima della crisi, un "segno" positivo è indicativo di uno spostamento di peso sui vincenti.

La profondità della crisi è stata tale che occorreranno molti anni perché a livello aggregato si possa tornare ai risultati del 2007. Con riferimento al 2010, abbiamo stimato che l'85% circa delle imprese appartenenti a distretti industriali registrerà valori di fatturato inferiori ai livelli del 2008, che erano già in calo sul 2007. Molte di queste aziende vedranno compromesso il proprio equilibrio economico-finanziario, accusando per il secondo anno consecutivo margini negativi. Ciò riguarda il 20% delle imprese.

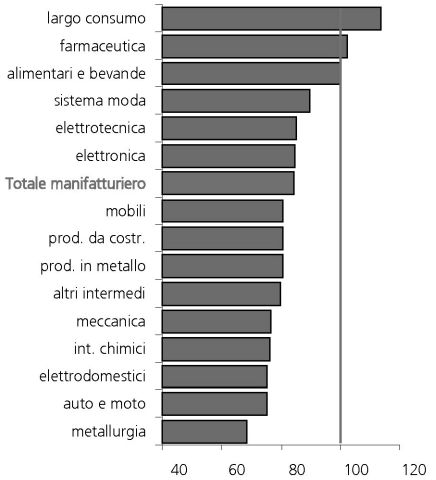
Anche il recupero atteso per il 2011 sarà molto lento e non muterà in misura significativa questo scenario; molti settori in particolare avranno mediamente livelli di fatturato ancora inferiori del 20% rispetto al periodo pre-

crisi (meccanica, intermedi chimici, auto e moto, metallurgia, elettrodomestici). Le imprese dei settori che hanno subito i ridimensionamenti più pesanti della produzione dovranno far fronte per un lungo periodo a un eccesso di costi fissi, dovuto alla capacità produttiva scarsamente utilizzata, che renderà tesa la situazione finanziaria. Una redditività limitata o addirittura negativa per un intervallo temporale esteso incide poi sul patrimonio, limitando le possibilità di accedere al credito.

L'eccesso di capacità produttiva potrebbe peraltro essere assorbito qualora si attivasse un più intenso processo di aggregazione tra le imprese attraverso una serie di operazioni di fusione e/o acquisizione che permetterebbe di selezionare gli impianti più efficienti. I protagonisti del consolidamento potrebbero essere quelle imprese che anche negli anni difficili hanno mantenuto buone performance. Anche nel 2009 e nel 2010 un nucleo di imprese, ben posizionate sul fronte competitivo, dovrebbe essere riuscita a continuare a crescere e a generare profitti. Stimiamo che nel 2009 il 5% delle imprese distrettuali sia cresciuto almeno del 10% e il 17,5% abbia conseguito un MOL (in % del fatturato) superiore al 10%.

In conclusione, la realtà del sistema industriale italiano rende più complessa la relazione banca-impresa. Le imprese hanno bisogno di servizi crescenti e più sofisticati, soprattutto in relazione al processo di internazionalizzazione in atto. La selezione in corso tra gli operatori economici richiede poi al sistema bancario un attento processo di selezione del credito e affida alle banche la responsabilità di agire per assecondare e favorire una modalità di riqualificazione del nostro sistema produttivo.

Livello del fatturato nel 2011 (a prezzi costanti: anno 2007=100)



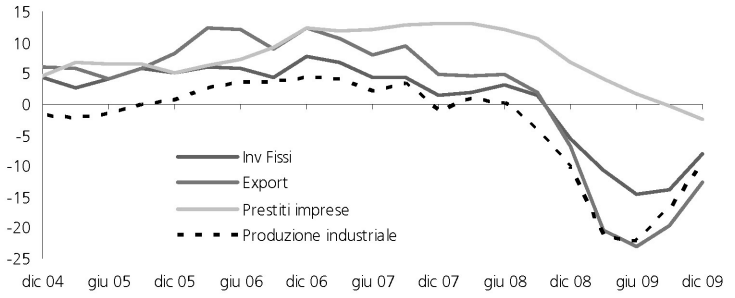
Fonte: Intesa Sanpaolo-Prometeia, ASI

Il recente andamento dei prestiti alle imprese

Nel corso del 2009, i prestiti alle imprese non finanziarie sono rimasti per diversi mesi ancora in crescita e solo verso fine anno sono scesi in territorio negativo (-2,4% a/a a dicembre 2009, con una crescita media annua dell'1,7%).
Si tratta di un trend positivo se si considera che abbiamo registrato la più grave recessione dell'economia dal dopoguerra, con un PIL che si è ridotto del 3% su base nominale e del 5% in termini reali. Nel frattempo, le variabili che più riguardano la dinamica delle aziende produttive hanno subito flessioni ancora più ampie: gli investimenti fissi sono risultati in calo dell'11,5% a valori nominali e la produzione industriale ha toccato minimi mensili di circa -25% a/a.
In questo contesto, l'inevitabile rallentamento dei prestiti bancari appare modesto se paragonato all'andamento fortemente negativo delle principali determinanti della

domanda di credito. Per chiarire meglio il punto, esaminiamo i flussi delle poste in gioco. Considerando i dati medi annui, nel 2009 la crescita degli impieghi alle imprese non finanziarie è stata pari a quasi 15 miliardi, a fronte di una contrazione degli investimenti pari a oltre 37 miliardi, delle esportazioni di oltre 88 miliardi e del valore aggiunto della sola industria di quasi 37 miliardi. Il ruolo di sostegno del sistema bancario all'economia in una difficile fase congiunturale come quella dello scorso anno risulta quindi del tutto evidente anche in termini quantitativi.

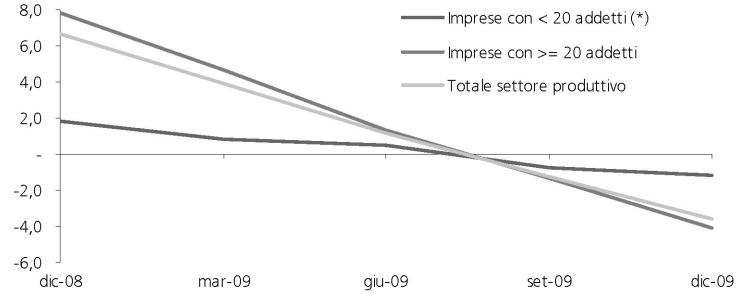
Andamento investimenti, export, produzione e prestiti alle imprese (var. % a/a)



Fonte: Istat e Banca d'Italia. Dati nominali per investimenti fissi e export

Il rallentamento evidenziato dall'aggregato complessivo dei prestiti alle imprese nel corso del 2009 è stato determinato essenzialmente dall'andamento degli impieghi alle imprese maggiori, mentre la componente riferita alle aziende di più piccola dimensione ha contenuto il calo, anche grazie alle moratorie sul credito.

Prestiti vivi per dimensione dell'impresa (^) (var. % a/a)

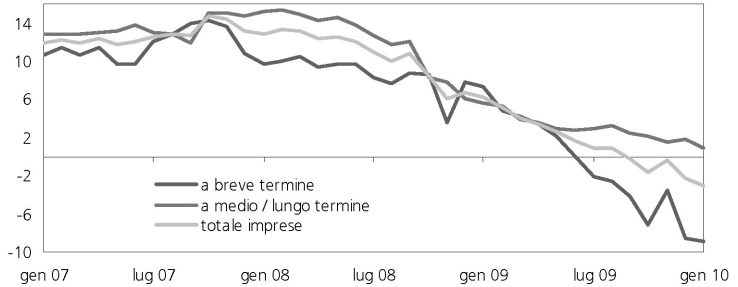


Fonte: Banca d'Italia

(^) I prestiti escludono i pronti contro termine e le sofferenze. (*) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

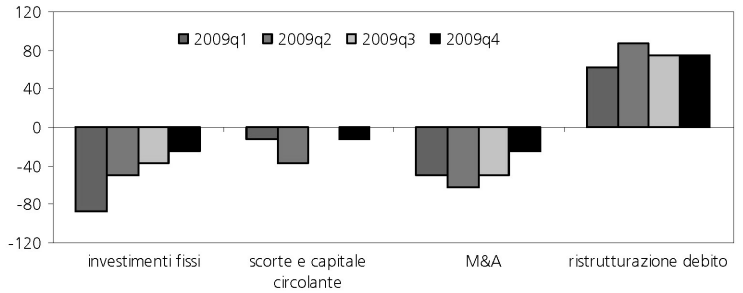
Il forte calo dell'attività produttiva si è riflesso marcatamente sull'andamento dei prestiti a breve termine che, nella seconda metà dell'anno, si sono ridimensionati in misura significativa, mentre la componente a medio/lungo termine è rimasta ancora su tassi di variazione positivi, seppure anch'essa in rallentamento.
Le principali motivazioni per la sostanziale tenuta del credito a medio/lungo termine sono sostanzialmente due: il basso livello dei tassi di interesse, che induce una preferenza per l'indebitamento a maggior durata; le operazioni di ristrutturazione del debito delle imprese. Con riguardo a quest'ultimo aspetto, considerando le principali determinanti della domanda di credito, sulla base dei giudizi espressi dalle banche nell'ambito della Bank Lending Survey (BLS), nel 2009 l'unico fattore orientato in positivo è rappresentato dalle esigenze di ristrutturazione del debito, mentre le richieste motivate da nuovi investimenti, le esigenze di fondi per gestione delle scorte e del capitale circolante, o per operazioni di M&A sono rimaste intonate negativamente.

Tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

Determinanti della domanda di credito delle imprese (percentuale netta di rispondenti alla BLS) (^)

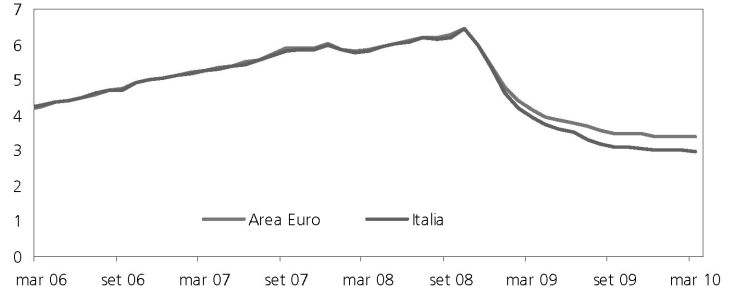


Fonte: Banca d'Italia, Indagine trimestrale sul credito bancario, gennaio 2010 (Bank Lending Survey)

(*) valori positivi espansione, valori negativi contrazione

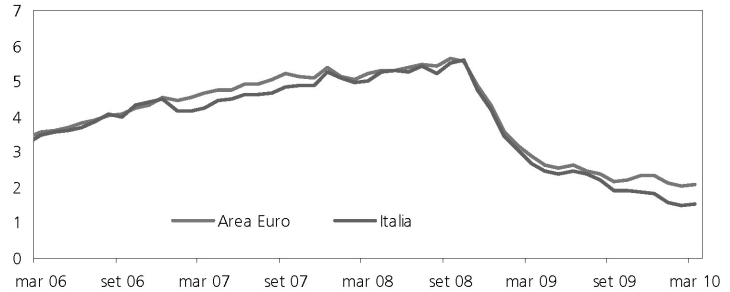
In un contesto di tassi monetari e di tassi di riferimento della politica monetaria molto bassi, a seguito della marcata discesa iniziata nell'ultimo trimestre del 2008 e proseguita lungo gran parte del 2009, i tassi bancari e i relativi *spread* sono giunti a toccare i minimi storici. Nella seconda metà del 2009 il costo del denaro, misurato in base ai tassi sulle nuove operazioni, è risultato per le imprese italiane più basso di quello sostenuto in media dalle imprese dell'area euro, di 35pb a gennaio 2010 per le operazioni fino a 1 milione di euro e di ben 55pb sugli importi maggiori.

Tassi sui nuovi prestiti fino a 1 milione di euro alle società non finanziarie (%)



Fonte: Banca d'Italia, BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo - Servizio Studi e Ricerche

Tassi sui nuovi di importo superiore a 1 milione di euro alle società non finanziarie (%)

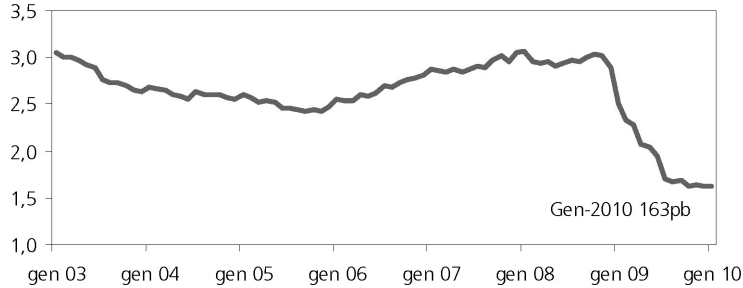


Fonte: Banca d'Italia, BCE, elaborazioni Intesa Sanpaolo - Servizio Studi e Ricerche

Per quanto riguarda i margini, la forbice bancaria sui prestiti alle imprese (calcolata come differenziale tra il tasso sui prestiti alle imprese e quello sulla raccolta complessiva) ha raggiunto valori dell'ordine di 160 punti base, quasi la metà di quelli registrati prima dell'inizio della fase di allentamento della politica monetaria. Tale livello, va ricordato, incorpora anche il premio al rischio di credito, a sua volta aumentato a seguito della crisi. A titolo indicativo, se si considera che in diversi casi i conti economici 2009 delle banche italiane hanno registrato rettifiche di valore su crediti superiori all'1% dei prestiti, il margine al netto del costo del cattivo credito è

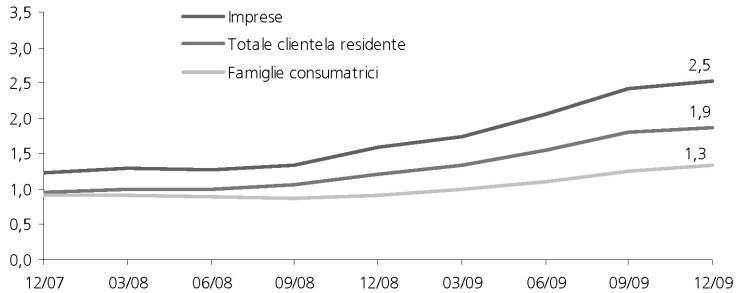
molto ristretto.
Il ciclo economico recessivo ha portato alla progressiva emersione del credito problematico nel corso del 2009, attesa proseguire anche nel 2010-11, a seguito del tradizionale ritardo nella rilevazione delle sofferenze, aggravato dalle prevedibili perduranti difficoltà delle imprese in un contesto di bassa crescita. Pertanto, le rettifiche di valore su crediti continueranno ad avere un impatto significativo sulla redditività bancaria, sebbene probabilmente più contenuto rispetto al 2009.
In effetti, i dati di fine anno sul tasso di decadimento trimestrale dei prestiti hanno mostrato un'attenuazione del trend dell'indice, pur confermandone la crescita costante da diversi trimestri. In particolare, sulla base del rapporto tra nuove sofferenze e prestiti in essere, riportato da Banca d'Italia, a dicembre 2009 il tasso di decadimento riferito alla clientela residente (escluse le IFM) è salito all'1,9% dall'1,8% di settembre (medie dei quattro trimestri annualizzati terminanti con quello di riferimento; tale indicatore può differire per livello da altre statistiche simili fornite dalla Banca d'Italia). Per le imprese (incluse in tal caso le famiglie produttrici), il tasso di decadimento è passato dal 2,4% al 2,5%. L'indicatore riferito alle famiglie consumatrici ha continuato a evidenziare un trend meno marcato, ancorché in leggera crescita (dall'1,26% di settembre all'1,33% di dicembre 2009).

Forbice bancaria sui prestiti alle imprese (tasso sui prestiti alle imprese meno tasso sulla raccolta complessiva) (%)



Fonte: Banca d'Italia, elaborazioni Intesa Sanpaolo – Servizio Studi e Ricerche

Tassi di decadimento dei prestiti (valori %) (*)



Fonte: Banca d'Italia (*) Flusso "sofferenze rettificate" nel trimestre in rapporto alle consistenze dei prestiti non in "sofferenza rettificata" in essere a inizio periodo. I dati sono calcolati come medie dei quattro trimestri annualizzati terminanti con quello di riferimento.

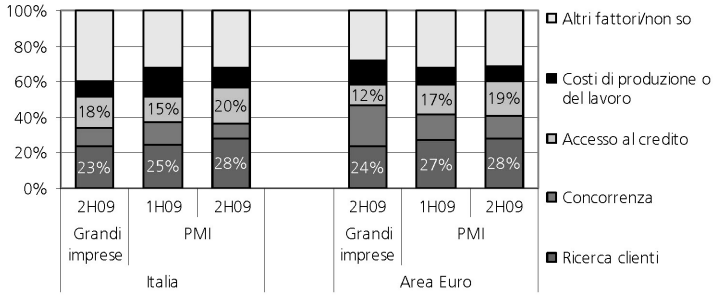
In sintesi, il settore bancario italiano è stretto da tre fattori che ne limitano la crescita e la redditività: volumi di credito deboli, margini bassi, qualità del credito in peggioramento. Per tutti questi tre aspetti, il 2010 prospetta al più solo un lieve miglioramento.

Domanda e offerta di credito

Nel recente dibattito sull'andamento del credito bancario è tornato di grande interesse il tema delle componenti di domanda e offerta che determinano quantità e prezzi effettivi misurati dalle statistiche ufficiali. La valutazione delle condizioni del mercato del credito viene usualmente effettuata sulla base di una serie di indicatori indiretti delle componenti di domanda e offerta, quali ad esempio i differenziali tra tassi bancari e di mercato, tra tasso medio sui prestiti e tasso minimo, il rapporto tra credito utilizzato e accordato, l'indice di intensità creditizia. Accanto a ciò, le indagini campionarie consentono di valutare anche gli aspetti più tipicamente qualitativi delle componenti di domanda e offerta e pertanto il loro utilizzo, anche ai fini dell'analisi economica, è diventato sempre più importante. Attingendo a diverse indagini sul credito, è quindi possibile delineare alcuni aspetti dello stato del mercato del credito e delle relazioni tra banche e imprese.

Secondo l'indagine semestrale presso le imprese Survey on the Access to Finance of SMEs in the euro area (SAFE) condotta dalla BCE a fine 2009 e pubblicata a febbraio 2010, la debolezza del ciclo mondiale e la concorrenza dominano la realtà delle imprese italiane e europee. Più in dettaglio, il principale problema fronteggiato delle PMI nel 2009 è la domanda, mentre l'accesso ai finanziamenti è giudicato secondario. Su questi aspetti, i risultati per le PMI italiane sono in linea con quelli dell'area euro. In particolare, il 28% delle PMI italiane ha dichiarato che il problema più pressante è "trovare clienti", mentre l'accesso al credito è stato citato dal 20% degli intervistati. Da notare che in Italia il fattore concorrenza è sentito meno che nella media dell'area euro, dove le grandi imprese lo giudicano rilevante quasi quanto la ricerca di clienti.

I principali problemi fronteggiati dalle imprese (dei rispondenti)



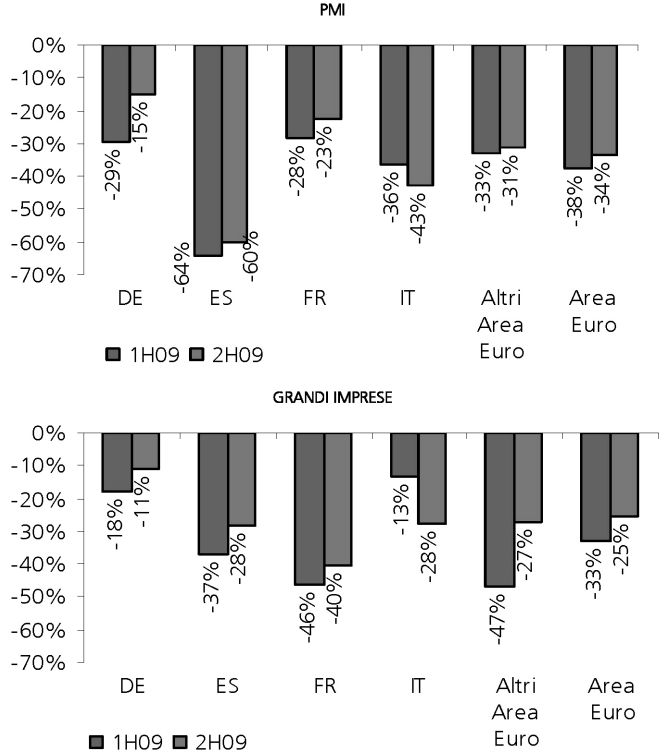
Fonte: BCE, indagine sull'accesso al credito da parte delle PMI nell'area euro

Con riguardo alla situazione reddituale, le imprese che indicano un calo degli utili prevalgono nettamente su quelle che indicano un aumento. In particolate, le PMI italiane sono tra quelle che risultano più penalizzate dal calo degli utili. La percentuale netta di PMI che riportano un calo dell'utile rispetto ai sei mesi precedenti è pari a -43% (differenza tra le percentuali delle PMI che indicano un aumento e di quelle che indicano un calo). Questo indicatore è in peggioramento rispetto al 1° semestre del 2009. Diversamente, negli altri tre principali paesi considerati dall'indagine (Spagna, Germania e Francia) e nella media dell'area euro, la percentuale netta di PMI che denuncia un peggioramento semestrale degli utili è risultata in calo rispetto all'indagine precedente. In sostanza, la situazione delle PMI italiane sembra tra le più delicate, con un aumento della quota di imprese che riportano utili in calo e un livello della quota secondo solo alla Spagna.

L'evoluzione degli utili risulta relativamente migliore per le grandi imprese, in generale nell'area euro come anche per l'Italia. In particolare, l'Italia è l'unico paese in cui anche le grandi imprese, così come le PMI, denunciano un'accentuazione del calo degli utili, ma la percentuale netta è più bassa rispetto alle PMI.

In generale, questi risultati appaiono coerenti con i dati di produzione industriale e di PIL, che nel 2009 hanno visto il nostro Paese più in difficoltà rispetto alle principali economie europee.

Giudizio sui profitti da parte di PMI e grandi imprese nei principali paesi dell'area euro. Percentuale netta di rispondenti che indicano un aumento (+) o un calo (-) sui 6 mesi precedenti

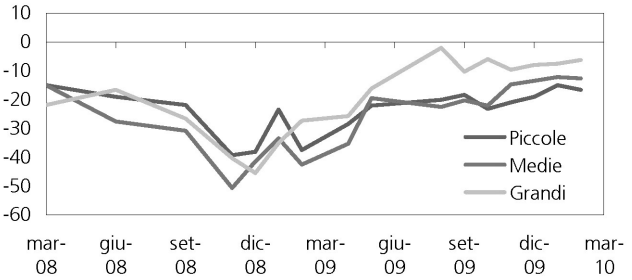


Fonte: BCE, indagine sull'accesso al credito da parte delle PMI nell'area euro

Sulla base delle indagini più recenti, la valutazione delle imprese riguardo le condizioni generali di accesso al credito indica un cauto miglioramento. Ciò è testimoniato, in particolare, dai risultati dell'inchiesta ISAE sulle imprese manifatturiere ed estrattive, che include da marzo 2008 alcune domande sulle condizioni di accesso

al credito permettendo di ottenere informazioni sulla percezione del mercato creditizio da parte delle imprese. Un indicatore utile a tal fine è il saldo tra la percentuale d'imprese che giudicano più favorevoli le condizioni di accesso al credito rispetto a quelle che le giudicano meno favorevoli. Dall'inizio della rilevazione, tale saldo è sempre stato negativo e ha raggiunto un picco di minimo a novembre 2008 quando ha toccato il -40,7%, con il 43,5% delle imprese che ritenevano le condizioni del credito in peggioramento. Successivamente, l'indicatore è migliorato progressivamente risultando, a febbraio 2010, pari al -14,2% (con il 4,4% delle imprese che giudicano le condizioni più favorevoli contro il 18,6%, al contrario, che le valuta meno favorevoli). Il miglioramento è stato più marcato per le grandi imprese, con il saldo, risalito già nel corso del 2009, attestatosi a marzo al -6,2% (con l'8,8% che giudica le condizioni più favorevoli rispetto al 15,1% che le ritiene meno favorevoli).

Saldo tra percentuale delle imprese manifatturiere che giudicano le condizioni di accesso al credito in miglioramento rispetto a quelle che le giudicano in peggioramento rispetto a 3 mesi prima

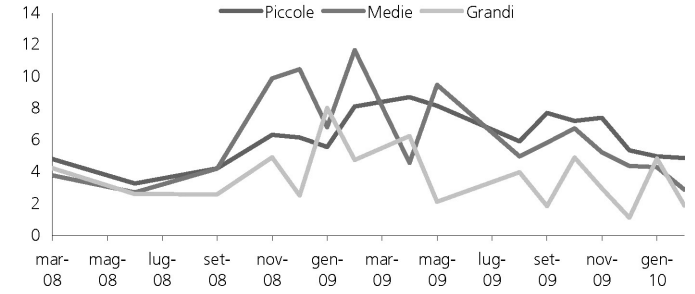


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISAE

Altri segnali di miglioramento della situazione del mercato creditizio sono riferiti al numero di imprese che non hanno ottenuto credito, in calo al 4,4% del totale a febbraio 2010 dal massimo dell'8% di un anno prima. Inoltre, si è attenuata la restrizione via condizioni.

Anche le imprese che hanno ottenuto credito a condizioni più onerose sono in riduzione.

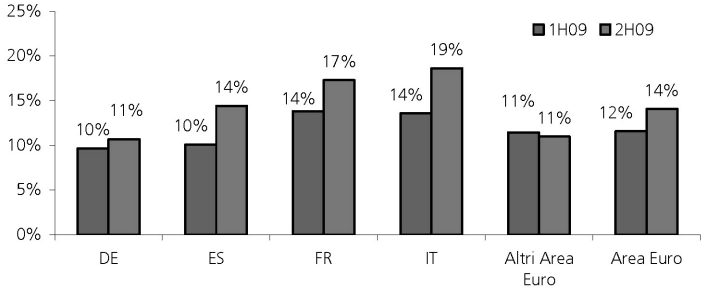
Razionamento del credito nei confronti delle imprese manifatturiere italiane. Percentuale di rispondenti che non hanno ottenuto credito o per rifiuto della banca o per rifiuto dell'impresa



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ISAE

Si segnala, infine, che in prospettiva le PMI italiane vedono un miglioramento dell'accesso al credito bancario (il riferimento in questo caso è ai sei mesi successivi al momento dell'indagine condotta dalla BCE a fine 2009). Il saldo netto tra le PMI che si attendono un miglioramento e quelle che vedono un peggioramento della disponibilità di prestiti bancari è addirittura positivo, sebbene pari a solo il 3%. In particolare, le PMI italiane che hanno espresso la previsione di un miglioramento della disponibilità di prestiti sono salite dal 14% al 19% (le micro imprese dal 12% al 21%), percentuali più alte rispetto a quelle dell'area euro, passate dal 12% al 14%.

Aspettative delle PMI sulla disponibilità di prestiti bancari (nuovi o rinnovi) nei 6 mesi successivi % di rispondenti che indicano un miglioramento

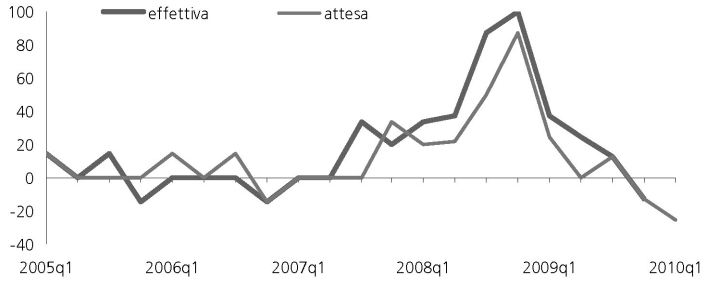


Fonte: BCE, indagine sull'accesso al credito da parte delle PMI nell'area euro

Anche le indagini condotte presso le banche riportano un miglioramento delle condizioni creditizie verso le imprese. In particolare, l'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey - BLS) riferita al 4° trimestre del 2009 e alle attese per il 1° trimestre del 2010 ha confermato, per ciò che riguarda il sistema bancario italiano, l'attenuazione della restrizione creditizia e della flessione della domanda.

Secondo le banche italiane, le condizioni creditizie nei confronti delle imprese sono migliorate progressivamente nel corso del 2009, rispetto al picco di fine 2008 quando il 100% delle banche aveva dichiarato un inasprimento. Con l'indagine condotta a fine 2009 e pubblicata a inizio 2010, è risultato che, per la prima volta dal gennaio 2007, la percentuale delle banche dichiaranti un allentamento dei criteri ha superato quella delle banche dichiaranti una prosecuzione dell'irrigidimento, in linea con le attese manifestate dagli stessi istituti nel trimestre precedente.

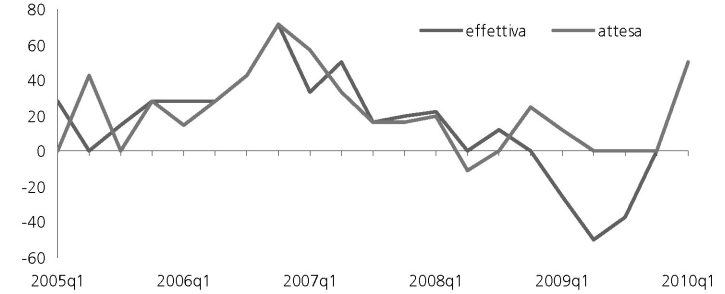
ITALIA - Valutazione dei criteri applicati per il credito alle imprese (% netta: banche dichiaranti un irrigidimento - banche dichiaranti un allentamento)



Fonte: Banca d'Italia, Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area euro (BLS)

Esaminando più in dettaglio le risposte relative al 4° trimestre del 2009, tra i fattori che hanno permesso un'attenuazione dei criteri emerge una migliorata percezione di rischi, considerati più contenuti sia sulle garanzie sia sulle prospettive dei singoli settori o imprese. Ritorna, inoltre, una discreta fiducia sull'andamento economico, con la percentuale netta delle banche dichiaranti una variazione dei criteri a causa dei timori sull'attività economica generale scesa a -12,5% (a fine 2008 tale percentuale era massima e positiva – pari a 100% – indicando una generalizzata restrizione per effetto delle attese sfavorevoli in merito all'attività economica).
L'indagine sul credito bancario evidenzia anche un miglioramento delle prospettive dal lato della domanda: dopo tre trimestri consecutivi di indicazioni di contrazione della stessa, la percentuale di banche che hanno dichiarato un aumento della domanda e di quelle dichiaranti una diminuzione è in equilibrio; si rafforza, inoltre, anche l'attesa di una ripresa della domanda nel trimestre successivo a quello di rilevazione.

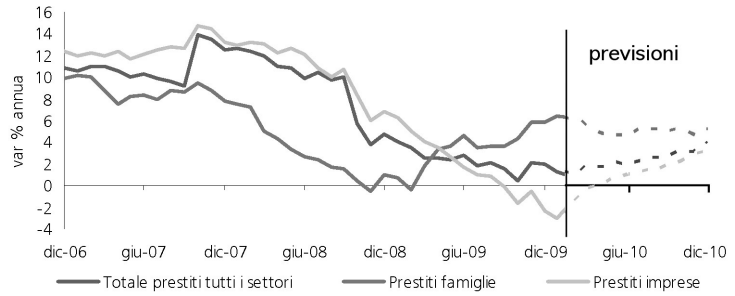
Domanda di prestiti e linee di credito da parte delle imprese (% netta: banche dichiaranti un aumento - banche dichiaranti una diminuzione)



Fonte: Banca d'Italia, Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area euro (BLS)

Lo scenario del credito rimane comunque improntato alla prudenza e le previsioni per l'evoluzione nel 2010 sono caute, orientate a una modesta ripresa nel 2010, coerente con il miglioramento della congiuntura economica. Sulla base dei fondamentali, si prevede che la ripresa dei prestiti resterà moderata per la bassa crescita economica, l'elevata disoccupazione, l'emersione del credito problematico e la prospettiva di più stringenti vincoli regolamentari.

Prestiti delle banche italiane: recente evoluzione e previsioni al 2010



Fonte: Banca d'Italia e previsioni Intesa Sanpaolo - Servizio Studi e Ricerche

Verso nuovi equilibri nelle relazioni banca - impresa

E' ormai a tutti evidente che con le attuali regole di Basilea 2 i *rating* rischiano di deteriorarsi nel 2010, e che la congiuntura che riparte con lentezza non assicura significativi miglioramenti nel 2011.

Nell'immediato, i *rating* che saranno prodotti nel corso del 2010 risentiranno dei cattivi bilanci 2009 e, in alcuni casi, di linee di credito maggiormente utilizzate. Ciò comporta (a parità di condizioni): *spread* più elevati; politiche commerciali più prudenti e quindi rischi di minori quantità offerte; pratiche creditizie più rischiose accentrate presso le sedi centrali e quindi tempi più lunghi.

Il sistema bancario attenuerà questi effetti imposti in modo automatico dalla regolamentazione. L'impatto della moratoria sulle rate dei mutui potrebbe essere notevole (a gennaio 2010, quasi 8 miliardi di disponibilità per le imprese relativi alle quote di capitale sospese). Anche le linee di credito per controbilanciare i ritardati pagamenti avranno un effetto positivo. Ci potrà poi essere un ulteriore effetto dalle misure volte a incentivare gli apporti di capitale.

Tutto ciò però non basta e occorrerà intensificare gli sforzi attuali per proseguire e rafforzare il clima di cooperazione tra banche e imprese. Ci sono pochi esempi in Europa così positivi come in Italia. In particolare, occorrerà puntare su misure che mirano a rafforzare ulteriormente i livelli patrimoniali delle imprese, dato che i bassi livelli attuali si stanno rivelando uno dei maggiori problemi per le nostre aziende. Sarà anche utile ampliare gli stanziamenti a sostegno delle garanzie.

Sarebbe comunque anche importante trovare nuove soluzioni, oltre a quelle esplorate nel 2008-09. Innanzi

tutto, occorrerebbe non penalizzare fiscalmente l'assunzione di rischio da parte delle banche: rivedere quindi la tassazione delle perdite su crediti. In secondo luogo, incentivare le operazioni di M&A: un'ondata di fusioni è la via più rapida per ridurre la capacità produttiva in eccesso e allentare le tensioni sul mercato. In terzo luogo, usare gli spazi concessi da Basilea 2 attraverso un ampio ricorso all'*over-ride*. In prospettiva, si potrebbe puntare a correzioni più radicali, anche per valorizzare maggiormente la capacità innovativa delle imprese nei *rating*.

In linea generale, sarebbe poi importante migliorare la relazione banca–impresa. Le banche dal canto loro dovrebbero sempre più passare dall'offerta di prodotti, all'offerta di soluzioni ai fabbisogni delle imprese. Dovrebbero poi essere maggiormente capaci di porre al servizio della clientela le migliori professionalità per individuare, insieme al management aziendale, le opportunità e le minacce. Le imprese invece dovrebbero considerare la banca un partner e non una controparte, con la quale instaurare una stabile, intensa e duratura relazione. Deve quindi ridursi il multi-affidamento e aumentare il peso del medio/lungo termine.

ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA

Alba Leasing S.p.A.
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Anima SGR S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Commerciale della Repubblica di San Marino
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca di Imola S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Intra S.p.A.
Banca Popolare di Lodi S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Mezzogiorno S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare Valconca S.p.A
Banca Popolare di Verona - S. Geminiano e S. Prospero S.p.A.
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di San Marino

Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banco di Brescia S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco di Napoli S.p.A.
Banco Popolare Scpa
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Carichieti S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cariromagna S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio del Veneto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrobanca S.p.A.
Cerved S.p.A
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Eticredito Banca Etica Adriatica
Euro Commercial Bank S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Findomestic Banca S.p.A.
Intesa SanPaolo S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Pravex Bank PJSCCB
SEC Servizi Scpa
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca Scpa
UBI Banca Private Investment S.p.A.
UBI Pramerica SGR S.p.A.
UGF Banca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.

Unicredit Credit Management Bank S.p.A.
Unicredit Banca di Roma S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Veneto Banca Holding Scpa

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Banca Intesa a.d. Beograd
Casse del Centro S.p.A.
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO www.assbb.it

N. 200 **"I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE"**
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002

N. 201 **"L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI"**
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002

N. 202 **"PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITA' BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA"**
V. Desario - aprile 2003

N. 203 **"I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITA' DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITA' DEL CREDITO"**
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003

N. 204 **"PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE"**
C. Tresoldi - P. L. Curcurutu - maggio 2003

N. 205 **"I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITA' DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI"**
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003

N. 206 **"IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO"**
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003

N. 207 **"ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE NEL CREDITO E NELLA FINANZA**
G.Vigorelli - F.Cesarini - S.E. D.Tettamanzi - novembre 2003

N. 208 **"STRUTTURA E OPERATIVITA' DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO"**
P.Abbadessa - F.Panetta - M.Sarcinelli - M.Onado - novembre 2003

N. 209 **"BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI"**
T.Bianchi - aprile 2004

N. 210 **"LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA DEL RISPARMIATORE"**
G.Alpa - giugno 2004

N. 211 **"L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE"**
F.Cesarini - G.Gobbi - R. Lupi - luglio 2004

N. 212 **"EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI"**
M.Anolli - B.Bianchi - M.Venturino - luglio 2004

N. 213 **"LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA"**
G.Morcaldo - S.Rossi - M.Lossani - luglio 2004

N. 214 **"I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE: EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI"**
F.Panetta - C.Fioravanti - G.Auletta Armenise - P.Gualtieri - luglio 2004

N. 215 **"ALZATEVI, ANDIAMO"**
L.Ornaghi - S.E. D.Tettamanzi - P.F.Casini - luglio 2004

N. 216 **"DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA"**
G.Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M.R. De Gasperi - dicembre 2004

N. 217 **"ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI"**
G. Vigorelli - P. Giarda - M.T. Salvemini - dicembre 2004

N. 218 **"LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004"**
G. Morcaldo - S. Rossi - D. Delli Gatti - M. Arpe - luglio 2005

N. 219 **"METODOLOGIE DI EROGAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE: STATO DELL'ARTE E TENDENZE EVOLUTIVE"**
F. Galmarini - C. Venesio - luglio 2005

N. 220 **"IL CONTROLLO DEI RISCHI: NUOVI STRUMENTI E NUOVE REGOLE"**
R. Locatelli - S. Laviola - D. Alfonsi - luglio 2005

N. 221 **"BANCHE E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE"**
M. Perini - E. Piol - luglio 2005

N. 222 **"RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO DEI DERIVATI FINANZIARI"**
T. Bianchi - F. M. Frasca - M. Faroni - G. Gorno Tempini - luglio 2005

N. 223 **"LE NUOVE NORME CONTABILI E GLI EFFETTI SULLE BANCHE E SULLE IMPRESE"**
T. Bianchi - A. Giussani - luglio 2005

N. 224 **"SUI CONFLITTI DI INTERESSE NELLE BANCHE, CON DIVAGAZIONE"**
M. Sarcinelli - dicembre 2005

N. 225 **"CONCORRENZA E CONCENTRAZIONI NEL SISTEMA BANCARIO"**
M. Grillo - dicembre 2005

N. 226 **"NUOVI SCENARI PER IL SISTEMA BANCARIO TRA CAMBIAMENTI MACROECONOMICI E INNOVAZIONI NORMATIVE"**
V. Desario - marzo 2006

N. 227 **"LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E IL RECUPERO DI COMPETITIVITÀ DELL'ITALIA E DELL'EUROPA"**
G. Morcaldo - D. Delli Gatti - marzo 2006

N. 228 **"IL QUADRO ECONOMICO DI RIFERIMENTO E LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE"**
M. Morelli - F. Viola - maggio 2006

N. 229 **"I RIFLESSI DELLA NUOVA DISCIPLINA DI TUTELA DEL RISPARMIO SUI RAPPORTI TRA BANCHE E CLIENTI"**
T. Bianchi - C. Pisanti - M. Sella - G. Forestieri - maggio 2006

N. 230 **"I MERCATI BANCARI DELL'EUROPA ORIENTALE: OPPORTUNITÀ E RISCHI"**
C. Salvatori - giugno 2006

N. 231 **"IL SISTEMA FINANZIARIO E I DIVARI ECONOMICI TERRITORIALI"**
G. Gobbi - C. Ciccolella - M. Jacobini - ottobre 2006

N. 232 **"TENDENZE DELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA IN TEMPI DI GLOBALIZZAZIONE"**
P. Ranci - C. Mc Carthy - maggio 2007

N. 233 **"L'IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI"**
M. Anolli - G. Petrella - C. Faissola - G. Cammarano - maggio 2007

N. 234 **"IL FEDERALISMO FISCALE IN ITALIA: FATTI E PROBLEMI"**
M. Bordignon - F. Ambrosanio - A. Zanardi - A. Staderini - maggio 2007

N. 235 **"IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DIAGNOSI E TERAPIE"**
G. Presti - M. Rescigno - maggio 2007

N. 236 **"IL RUOLO DELLE AUTORITÀ NELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA"**
M. Onado - G. Calabrò - F. Saccomanni - maggio 2007

N. 237 **"I CONFLITTI D'INTERESSE E I SERVIZI D'INVESTIMENTO"**
T. Bianchi - M. Bianco - M. Sarcinelli - luglio 2007

N. 238 **"LA DIRETTIVA MIFID E GLI EFFETTI DEL SUO RECEPIMENTO"**
V. Conti - G. Sabatini - C. Comporti - settembre 2007

N. 239 **"REGOLE E COMPORTAMENTI: A CHE PUNTO SIAMO?"**
T. Bianchi - C. Faissola - F. Cerchiai - C. Comporti - P. Barucci - G. Carosio
marzo 2008

N. 240 **"LA CONGIUNTURA MONETARIA INTERNAZIONALE E I CONDIZIONAMENTI DELLA CRISI DEI MUTUI AMERICANI"**
D. Delli Gatti - G. Verga - R. Hamaui - aprile 2008

N. 241 **"LA SITUAZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE PICCOLE MEDIE IMPRESE"**
G. Gobbi - A. Sanguinetto - P. Modiano - L. Filippa - maggio 2008

N. 242 **"LA RELAZIONE DI FIDUCIA TRA LA BANCA E IL CLIENTE"**
C. Salvatori - L. Crisigiovanni - F. Anelli - N. Pagnoncelli - maggio 2008

N. 243 **"IL FUTURO DELL'IMPRESA BANCARIA,**
TRA MALIA DELLA FINANZA E RICHIAMO DEL TERRITORIO"
M. Sarcinelli - novembre 2008

N. 244 **"ESPERIENZE DI AVVIO DEGLI ORGANISMI**
DI VIGILANZA EX D.LGS N. 231/2001" - novembre 2008

N. 245 **"ESPERIENZE DI AVVIO DEGLI ORGANISMI**
DI VIGILANZA EX D.LGS N. 231/2001" - novembre 2008

N. 246 **"BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO"**
A.M. Tarantola - M. Sarcinelli - T. Bianchi - aprile 2009

N. 247 **"GLI IMPATTI DELLA CRISI SUGLI ASSETTI PROPRIETARI**
E SUL CAPITALE DELLE BANCHE"
V. Calandra Buonaura - G. Napolitano - aprile 2009

N. 248 **"LA REAZIONE DELLE BANCHE ALLA CRISI**
E LE STRATEGIE PER IL FUTURO" (1° PARTE)
G. Vaciago - G. Zadra - aprile 2009

N. 249 **"LA REAZIONE DELLE BANCHE ALLA CRISI**
E LE STRATEGIE PER IL FUTURO" (2° PARTE)
R. Nicastro - M. Fiordi - A. Azzi - G. Viani - aprile 2009

N. 250 **"BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO" Commenti**
C. Faissola - M. Perini - G. Vegas - aprile 2009

N. 251 **"QUALE BANCA DOPO LA CRISI" Commenti** M. Lossani - A. Baglioni - E. Beccalli - P. Bongini - E. Panetta - A. Sironi - marzo 2009

N. 252 **"NUOVE REGOLE PER UN'ATTIVITÀ BANCARIA ETICA."**
"COMPORTAMENTI DEL BUON BANCHIERE" Commenti T. Bianchi - marzo 2010

N. 253 **"LE BANCHE NELL'ATTUALE MERCATO E L'OPINIONE DEI CLIENTI"**
N. Pagnoncelli - aprile 2010

N. 254 **"LA GESTIONE DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA"**
F. Bellotti - D. Gronchi - F. Kerbaker - maggio 2010

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: bpci-assbb@bpci.it - sito web: www.assbb.it

Finito di stampare giugno 2010