



Dipartimento di: Impresa e Management

Cattedra: Macroeconomia
e politica economica

Legame banca-impresa: gli effetti del credit crunch sugli investimenti corporate

Relatore:

Prof. Nicola Borri

Candidato:

Supino Davide

Matr. 162911

Anno accademico: 2012/2013

*Alla mia famiglia,
collegamento con il mio passato,
ponte verso il mio futuro.*

Sommario

1	Introduzione	4
2	Il vincolo di finanziamento per le imprese nella teoria economica.....	7
2.1	<i>I limiti della teoria neoclassica sul rapporto tra settore reale e finanziario</i>	7
2.2	<i>La difficile sostituibilità delle diverse fonti di finanziamento dell'impresa</i>	9
2.3	<i>Il canale del credito e il modello Holmstrom-Tirole sugli effetti delle strette creditizie</i>	12
3	Il ruolo dell'intermediazione creditizia e gli effetti sulle attività delle imprese in Italia.....	22
3.1	<i>L'impatto della crisi economica 2008 - 2013 sul tessuto industriale italiano</i>	22
3.2	<i>I vincoli di finanziamento per le imprese italiane: l'autofinanziamento e l'emissione di obbligazioni</i>	24
3.3	<i>I vincoli di finanziamento per le imprese italiane: l'accesso al credito bancario</i>	28
3.4	<i>Il costo di finanziamento per le imprese nel mercato del credito bancario</i>	34
4	L'accesso al finanziamento esterno: un vincolo rilevante per le PMI	41
4.1	<i>L'impatto del credit crunch sulle imprese più dipendenti dal finanziamento bancario: il ruolo delle piccole e medie imprese</i>	41
4.2	<i>La struttura finanziaria delle PMI e il ruolo del finanziamento esterno</i>	44
4.3	<i>Le possibili misure a sostegno della struttura finanziaria delle PMI</i>	50
5	Conclusione.....	54
	Bibliografia.....	57

1 Introduzione

Il ruolo dell'intermediazione creditizia nell'economia, il rapporto tra settore reale e finanziario, l'impatto delle variabili finanziarie sugli investimenti delle imprese sono stati sempre argomenti che hanno suscitati l'interesse di molti economisti, soprattutto nella seconda metà del XX secolo. La teoria economica riguardo tali argomenti risulta abbastanza divisa in quanto gli economisti, partendo da assunzioni differenti, arrivano a diverse conclusioni. Il primo capitolo dell'elaborato riguarderà proprio l'analisi delle diverse teorie economiche di riferimento, partendo dalla teoria neoclassica e dal contributo offerto da Franco Modigliani e Merton Miller alla fine degli anni '50. I due economisti sviluppano una teoria secondo la quale le scelte ottimali delle imprese, nelle decisioni di investimento, non dipendono dalla struttura finanziaria e dalla scelta delle fonti di finanziamento. Il capitale internamente generato, il capitale di rischio e il capitale di credito sono perfettamente sostituibili e il legame con il settore finanziario non condiziona l'attività reale. Tradizionalmente l'economia neoclassica non è riuscita a fornire un valido contributo teorico per quanto riguarda la genesi, lo sviluppo e il ruolo degli intermediari, considerati entità quasi "accidentali" nell'equilibrio generale. Il limite principale di tale teoria va ritrovata nelle stringenti assunzioni, tra cui quella di mercato di capitali perfettamente efficiente, con assenza di imperfezioni. Le crisi finanziarie susseguitesi nella seconda metà del '900 e gli impatti sull'economia reale hanno contribuito alla formazione di un diverso filone teorico che prende le distanze dalla teoria neoclassica e dall'ipotesi di mercati efficienti. Le imperfezioni dei mercati prese in considerazione sono le asimmetrie informative, dalle quali gli economisti sono partiti per rivalutare il ruolo dell'intermediazione creditizia nell'economia. Sono nate così la teoria del "bank lending channel", la quale pone l'attenzione sull'importanza del canale creditizio, e la teoria del vincolo di finanziamento delle imprese, secondo la quale le fonti di finanziamento hanno costi differenti e non sono perfettamente sostituibili. Il capitolo si conclude con l'analisi di un modello sul mercato dell'intermediazione proposto da Holmstrom e Tirole. Prendendo in considerazione tre agenti economici differenti quali le imprese, gli intermediari e gli investitori esterni, il modello dimostra come non tutte le imprese hanno accesso alle diverse fonti di finanziamento allo stesso modo e come un "capital squeeze", come può essere una stretta creditizia, colpisce in misura maggiore le

imprese che hanno una disponibilità di capitale inferiore, le quali non possono più finanziare i progetti di investimento programmati.

La seconda parte dell'elaborato verterà sull'analisi della situazione imprenditoriale italiana nel periodo 2008 – 2013, caratterizzato dalla crisi economico – finanziaria, ponendo l'attenzione proprio sul ruolo delle variabili finanziarie e delle diverse fonti di finanziamento. Dopo aver analizzato le difficoltà che hanno avuto le imprese in Italia nell'autofinanziarsi durante il periodo di crisi, l'attenzione si sposta sul capitale esterno come fonte di finanziamento. L'emissione obbligazionaria, che si rivolge ad investitori non capaci di monitorare direttamente l'operato delle imprese, è stata tradizionalmente poco utilizzata dalle aziende italiane, proprio perché troppo costosa. I dati dei conti finanziari, invece, evidenziano il forte legame banca – impresa in Italia e la tradizione di sistema “banco – centrico”, avvalorando la tesi secondo la quale una crisi nel mercato dell'intermediazione può avere degli effetti diretti e rilevanti su variabili macroeconomiche quali gli investimenti. La parte centrale del secondo capitolo riguarda proprio l'analisi del mercato del credito bancario con un focus riguardante l'andamento di variabili quali i prestiti bancari alle imprese o il costo richiesto dagli intermediari per prendere a prestito capitale, confrontando i dati raccolti con quelli di alcuni Paesi dell'Euro Zona. Soprattutto il costo di finanziamento, ossia il tasso di interesse richiesto, ha avuto un andamento non propriamente collegato alla politica monetaria espansiva intrapresa dalla Banca Centrale Europea, che auspicava una diminuzione del tasso applicato alle imprese. Sembra quasi che tale costo abbia invece seguito, soprattutto dal 2011, l'andamento dello spread sui titoli di Stato italiani rispetto a quelli tedeschi, a dimostrazione del fatto che anche la finanza pubblica ha giocato un ruolo chiave durante la crisi, incidendo negativamente sul mondo dell'intermediazione e di conseguenza sulla capacità di investire delle imprese. Il comportamento degli istituti di credito e la stretta creditizia vengono analizzati prendendo in considerazione sia fattori che condizionano l'offerta di credito, sia fattori che ne condizionano la domanda cercando di individuare quelli più rilevanti e predominanti. Tra i vari fattori considerati si pone l'attenzione su alcuni fattori, come l'autofinanziamento e il ricorso al mercato obbligazionario, indicandoli come possibili spiegazioni della contrazione della domanda di credito, riscontrando proprio quella difficile sostituibilità tra le varie fonti di finanziamento evidenziata da alcuni economisti.

Il terzo capitolo dell'elaborato focalizzerà l'attenzione sul panorama delle piccole e medie imprese in Italia, partendo dal presupposto, avvalorato sia dalla teoria che dalla ricerca empirica, che le imprese di minori dimensioni sono quelle più dipendenti dal finanziamento esterno e quindi quelle che soffrono maggiormente durante periodi di crisi bancarie. Considerato il fatto che il tessuto industriale italiano è formato proprio da tantissime PMI e da poche imprese di grandi dimensioni, gli effetti della crisi sulla produttività delle imprese non possono prescindere dalla considerazione dei problemi più rilevanti per le PMI. Anche in questo caso l'attenzione verrà posta sulle variabili finanziarie delle imprese, considerando il sondaggio effettuato dalla BCE riguardo l'accesso al finanziamento delle piccole e medie imprese relativo al periodo Aprile – Settembre 2012. Proprio l'accesso al finanziamento è considerato come uno dei problemi maggiori per le PMI e il legame col settore bancario ne condiziona fortemente l'operatività. Il sondaggio considera anche le grandi imprese, in modo da poter delineare un termine di paragone, notando come stesse variabili condizionino in modo differente le aziende di dimensioni diverse. Delle piccole e medie imprese sarà analizzata inoltre la struttura finanziaria in modo da poter ancora una volta constatare come le diverse fonti di finanziamento non sono facilmente sostituibili. Si pensi ad una possibile sostituzione dei finanziamenti bancari con i finanziamenti diretti nel mercato dei capitali tramite emissioni di strumenti finanziari; tale possibilità non è proprio presa in considerazione dalla maggioranza delle PMI. L'ultima parte del terzo capitolo riguarderà alcune misure come possibili, seppur parziali, soluzioni ai problemi delle imprese di minori dimensioni. Si pensi alla possibilità di adottare dei “credit guarantee schemes”, programmi spesso finanziati dalle autorità pubbliche che consentono alle imprese, che non riescono a prestare le garanzie richieste dall'intermediario, di ottenere credito ad un costo più accessibile. Un'altra possibilità riguarda l'indebolimento del legame banca – impresa, cercando di rendere più attraente il mercato di capitali attraverso misure che possono facilitare l'emissione di titoli di imprese più piccole e non quotate. L'obiettivo è proprio quello di far diventare più sostituibili fonti di finanziamento diverse tra loro in modo da poter rendere più flessibile la struttura finanziaria delle imprese nei momenti di crisi.

2 Il vincolo di finanziamento per le imprese nella teoria economica

2.1 I limiti della teoria neoclassica sul rapporto tra settore reale e finanziario

La teoria economica si è sempre dibattuta sul ruolo e sull'importanza di alcune variabili finanziarie per le decisioni di investimento delle imprese quali la gestione della struttura finanziaria ottimale di un'impresa, il ruolo dell'intermediazione e del credito bancario per il finanziamento, il "ritention ratio"¹ ottimale per l'autofinanziamento e quindi la politica di gestione dei dividendi. La teoria neoclassica al riguardo, sviluppatasi nel secondo dopoguerra, nasce dalla ricerca di Franco Modigliani e Merton Miller² i quali dimostrarono l'irrelevanza della struttura finanziaria e della politica di finanziamento per gli investimenti delle imprese sotto certe condizioni. Le assunzioni di partenza del lavoro svolto dagli economisti sono molto stringenti e riguardano l'assenza di costi di transazione e di costi di agenzia³, la possibilità di prendere o dare a prestito ad uno stesso tasso di interesse, l'assenza nel mercato di asimmetrie informative. L'ipotesi di efficienza del mercato dei capitali porta alle seguenti conclusioni:

Proposizione I: il valore di mercato di un'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria.

Proposizione II: il tasso di rendimento delle azioni di un'impresa è una funzione lineare e crescente del rapporto di leverage.

Proposizione III: il valore di mercato di un'impresa non dipende dalla politica di dividendo.

Modigliani e Miller riconoscono anche la presenza nel mercato di capitali di una pluralità di tassi di interessi che variano a seconda della scadenza, della tipologia di contratto di finanziamento e soprattutto della condizione finanziaria delle imprese condizionando così il costo di prendere a prestito capitale. Ad esempio il costo del capitale di debito di un'impresa cresce all'aumentare del rapporto di leverage. Ciò però non condiziona la struttura finanziaria di un'impresa in quanto il costo medio di tutte le fonti di finanziamento dell'impresa rimarrà lo stesso per ogni classe e l'equilibrio sarà

¹ Si fa riferimento alla percentuale ottimale di reddito netto da destinare al finanziamento di nuove attività.

² Franco Modigliani e Merton H. Miller espongono la loro teoria in "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, June 1958.

³ Il problema dei costi di agenzia si presenta quando, nella decisione di finanziamento dell'impresa, soggetti differenti hanno interessi differenti; si pensi ai diversi obiettivi del management e della proprietà di un'impresa e anche alle differenti informazioni alle quali i soggetti coinvolti hanno accesso.

raggiunto grazie all'abilità degli arbitraggisti che, in un mercato senza frizioni, aggiusteranno i loro portafogli di "stocks" e "bonds", portando il tasso alla condizione di partenza. La teoria classica giunge quindi alla conclusione che i fondi esterni sono perfetti sostituti del capitale interno per finanziare un progetto di investimento, e anche le fonti esterne sono tra di loro perfettamente sostituibili.

Le ricerche sia teoriche che empiriche⁴ che avvalorano la teoria di Modigliani-Miller partono da un'assunzione comune: l'utilizzo di una "impresa rappresentativa" e l'estensione dei risultati di un modello a tutte le imprese. Questa assunzione non consente di osservare come la sensibilità degli investimenti ad alcune variabili finanziarie possa variare a seconda del tipo di azienda. Alcune classi di imprese possono trovarsi di fronte a vincoli di finanziamento, dovuti ad alcune imperfezioni del mercato, che possono alterare sia le decisioni di investimento sia quelle di finanziamento. Ciò non significa che l'approccio neo-classico non sia valido ma significa che alcune conclusioni non valgono per tutte le classi di imprese. Una prima critica all'impianto neo-classico viene dalla teoria del "market for Lemons" di Akerlof (1970)⁵ il quale illustra come le asimmetrie informative tra compratori e venditori sulla qualità del prodotto può causare dei malfunzionamenti nel mercato⁶. I venditori di prodotti di bassa qualità riceveranno un "lemon premium" alle spese di coloro che vendono prodotti di alta qualità e ciò deriva dal fatto che i compratori non hanno una percezione chiara e delineata del valore del prodotto. Applicata al mercato dei capitali le asimmetrie informative motivano una forma di razionamento del credito dove il mercato nega i fondi a prenditori che hanno caratteristiche identiche a quelli che invece li ricevono. Il problema nasce quando la rischiosità del progetto di investimento del prenditore di fondi non è nota al prestatore il quale applica un "lemon premium" al tasso di interesse. L'aumento del tasso di interesse impatta maggiormente sulle imprese che vogliono intraprendere progetti di investimento meno rischiosi, quindi con un tasso di rendimento inferiore, le quali subiscono un razionamento del credito. Ciò porta ad una riduzione della qualità media dei prenditori di fondi ed al noto problema di "adverse selection" che deriva proprio da imperfezioni nel

⁴ La teoria neoclassica di investimento viene utilizzata da Hall e Jorgenson nel 1967, i quali ignorano le variabili finanziarie nella scelta ottimale di investimento di un'impresa.

⁵ George A. Akerlof, "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism" (1970) pp 488-500.

⁶ Akerlof prende in considerazione il mercato della auto usate per provare il suo impianto teorico ma lo stesso ragionamento può essere applicato al mercato dei capitali.

mercato. È evidente come nell'analisi dei progetti di investimento le variabili finanziarie abbiano un peso notevole e non si può trascurare variabili come i costi di agenzia, i regimi fiscali, i costi di transazione nella scelta di come finanziare un progetto. Tutte queste considerazioni portano ad identificare il motivo per cui il finanziamento interno ed il finanziamento esterno non sono perfetti sostituti e i costi di finanziamento per le imprese sono differenti a seconda della scelta di finanziamento che si intraprende.

2.2 *La difficile sostituibilità delle diverse fonti di finanziamento dell'impresa*

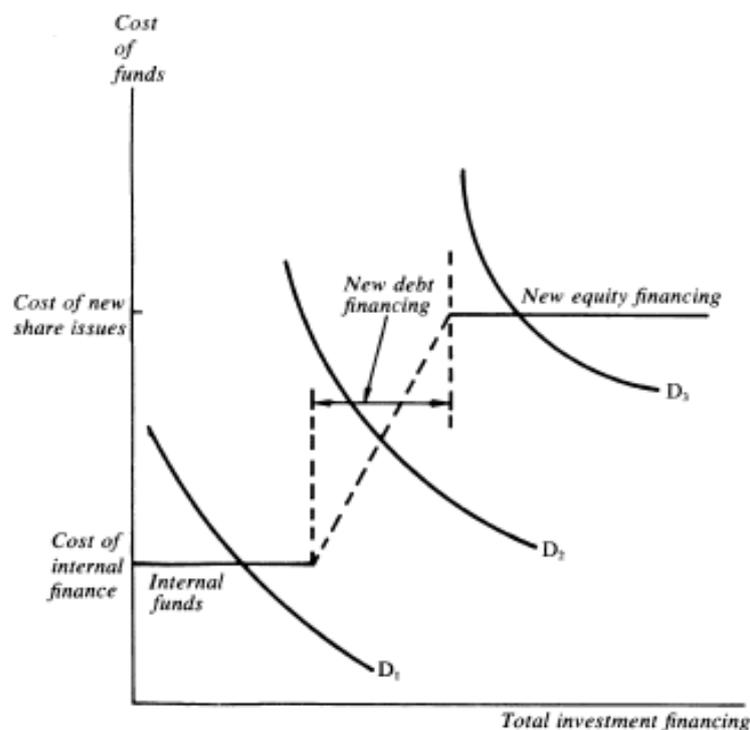
Per finanziare un progetto di investimento, l'impresa può scegliere tre diverse fonti: l'autofinanziamento, l'emissione di nuove strumenti finanziari e il finanziamento esterno di solito fornito dagli intermediari creditizi. I diversi costi portano però alla formazione di una "financing hierarchy"⁷. In questa gerarchia i manager e l'impresa hanno piene informazioni circa il valore delle attività dell'impresa e il rendimento da nuovi investimenti e hanno il pieno controllo dei fondi interni. Ciò significa che quando la domanda di investimenti è bassa, essa può essere finanziata internamente a discapito di una maggiore distribuzione di dividendi. Tale fonte di finanziamento presuppone la capacità di un'impresa di generare un free cash flow⁸ positivo e poco variabile nel tempo. Quando la domanda di investimento è molto alta le imprese devono emettere nuovi strumenti e trovare quindi investitori, i quali non distinguono la qualità dei progetti da finanziare e chiedono un "risk premium" più alto. La teoria delle asimmetrie informative risulta in questo caso evidente per i nuovi investitori i quali, non avendo le stesse informazioni che ha l'impresa, rendono il finanziamento esterno più oneroso. Tra queste due fonti di finanziamento si pone la possibilità che un'impresa ha di ottenere i fondi tramite gli intermediari creditizi. Il ruolo dell'intermediazione creditizia e l'impatto sull'economia reale sono stati trascurati dalla teoria neoclassica che, non attribuendo particolare rilevanza ai fenomeni creditizi, li riteneva neutrali rispetto all'equilibrio generale del sistema economico, quasi eventi "accidentali". Il contributo più rilevante riguardo questo argomento è stato proposto da Gurley e Shaw⁹ i quali approfondirono le relazioni tra economia finanziaria ed economia reale arrivando a formulare una teoria sul

⁷ Fazzari, Hubbard e Petersen, "Financing constraints and corporate investment", 1988.

⁸ Si considera l' "effective equity flow" ossia il flusso di cassa effettivo a disposizione della società dopo aver rimborsato le passività e al netto della distribuzione dei dividendi.

⁹ La teoria di Gurley J.G. e Shaw E.S. è esposta in "Money in a Theory of Finance", 1960.

contributo del sistema finanziario per lo sviluppo e la crescita del sistema economico. Secondo questi autori la capacità finanziaria del sistema economico, definita come la capacità dei prenditori di fondi di assorbire debito, gioca un ruolo fondamentale per la domanda aggregata di investimenti. In questa logica gli intermediari godono di un ruolo prioritario poiché estendono la “financial capacity” del sistema agevolando l’incontro tra unità in surplus e unità in deficit, data la loro natura di “asset transformer”. Rispetto al finanziamento con emissione di nuove azioni, il problema delle asimmetrie informative risulta di minore peso nel mercato del debito in quanto il debito può essere garantito o comunque ottenuto da intermediari che monitorano l’operato di chi prende a prestito fondi, riducendone in costo. La “financing hierarchy” può essere riassunta dal seguente grafico¹⁰:



Dal grafico si evince come il costo del capitale diverge a seconda delle fonti di finanziamento e inoltre la disponibilità interna di capitale ha un effetto rilevante sui progetti di investimento delle imprese in quanto permette all’impresa di evitare il ricorso a fonti esterne più costose. Steven Fazzari, Glenn Hubbard e Bruce Petersen testano

¹⁰ Il grafico è tratto dal brookings paper “Financing Constraints and Corporate Investment” scritto da Fazzari, Hubbard e Petersen.

empiricamente questo risultato sul mercato manifatturiero americano¹¹. Gli autori stimano una funzione di investimento tra gruppi di imprese appartenenti allo stesso settore ma che si differenziano per la politica dei dividendi. La funzione di investimenti dipende da alcune variabili finanziarie:

$$I/K = aQ + b(\text{Cash Flow}/K) + u.$$

La variabile Q rappresenta una variante della q di Tobin¹² la quale misura il rapporto tra il valore di azioni e obbligazioni di un'impresa e il valore di rimpiazzo degli attivi necessari al funzionamento della stessa impresa. Gli effetti delle variabili indipendenti sono significative in generale per gli investimenti in tutte le imprese del settore manifatturiero americano. I risultati però in maniera consistente indicano una sensibilità maggiore degli investimenti al cash flow e alla liquidità per le imprese che hanno un retention-ratio maggiore; ciò significa che le imprese che fanno maggiormente ricorso all'autofinanziamento trovano difficoltà ad accedere al capitale esterno per finanziare i progetti di investimento durante i periodi di maggiore fluttuazione del cash flow e ciò è consistente con l'ipotesi di imperfezione del mercato di capitali che genera "financial constraints". Tali vincoli amplificano gli effetti di shocks macroeconomici che colpiscono la liquidità e i cash flow delle imprese non consentendo l'accesso al finanziamento a basso costo. Nel campione di imprese analizzato da Fazzari, Hubbard e Petersen, quelle con assets inferiore a 100 milioni di dollari hanno un retention-ratio del 77% e i vincoli di finanziamento spiegano una larga parte della variabilità degli investimenti. Questi risultati ottenuti hanno dato vita a ricerche che legano le fluttuazioni economiche ai problemi nei mercati finanziari. Si pensi, ad esempio, al contributo in proposito del modello sviluppato dall'economista Charles Kindleberger¹³. Egli lega le crisi dell'economia reale, e quindi anche gli investimenti corporate, ad una incontrollata offerta di credito nei periodi di boom economico. L'euforia, la speculazione e l'irrazionalità (certamente non tipiche dei mercati efficienti ipotizzati dai neoclassici) portano ad un eccesso di "financial capacity" del sistema non sostenibile nel lungo periodo. Il credito viene offerto a chiunque e il

¹¹ I dati del campione analizzato dagli autori riguardano il periodo 1970-1984 e le imprese considerate vengono divise in tre classi a seconda che il dividend-income ratio sia minore di 0,1 compreso tra 0,1 e 0,2 o maggiore di 0,2

¹² La q di Tobin prende il nome dall'economista e premio Nobel per l'economia James Tobin il quale formulò una teoria degli investimenti basata sull'analisi dell'indicatore q.

¹³ Il modello di Kindleberger è sviluppato nella suo capolavoro "Manias, Panic and Crashes: A History of Financial Crises" pubblicato nel 2000 dopo lo scoppio della dot-com bubble.

monitoring diminuisce come se si pensasse che il momento di euforia potesse durare per sempre, come se si pensasse che “This time is different¹⁴” e le crisi appartenessero al passato. Basta quindi un “reversal”¹⁵ nel sistema per “sgonfiare” l’eccessivo debito intrapreso dagli agenti economici accompagnato da strette di credito e da default degli agenti stessi. Secondo l’autore quindi i fallimenti nel mercato finanziario e i default degli istituti di credito hanno un enorme impatto sull’economia reale e sono una delle cause maggiori della diminuzione degli investimenti e dell’aumento della disoccupazione. L’idea alla base del modello di Kindleberger rispetta così la teoria suindicata del legame tra economia reale e mercati finanziari.

2.3 Il canale del credito e il modello Holmstrom-Tirole sugli effetti delle strette creditizie

Le maggiori ricerche teoriche ed empiriche sull’intermediazione finanziaria portano ad una conclusione fondamentale: se le banche e gli intermediari hanno un ruolo preminente nel processo di creazione del credito, fornendo liquidità ad alcuni agenti economici, che non possono finanziare alcuni progetti di investimento, allora tutti quei fattori che riducono la disponibilità di credito hanno degli effetti macroeconomici. Se le imprese fossero indifferenti rispetto alle diverse forme di finanziamento allora una riduzione del credito bancario non cambierebbe i loro comportamenti. In realtà il legame banca-impresa è sempre stato molto forte e un blocco del canale del credito porta alla cancellazione di alcuni progetti di investimento programmati. Queste conclusioni si identificano con l’idea che le banche o altri prestatori a volte razionano il credito e le imprese non possono rivolgersi ad altre fonti di finanziamento perché più costose e inaccessibili. Ma perché le banche razionano il credito? Il “credit rationing” viene analizzato dagli economisti Stiglitz e Weiss¹⁶ come risposta alle asimmetrie presenti nel mercato del credito. Il rendimento atteso dalle banche dipende dalla probabilità che il finanziamento sia ripagato e le banche devono identificare quei prenditori di fondi che hanno più bassa possibilità di default. Un aumento del tasso di interesse applicato sul

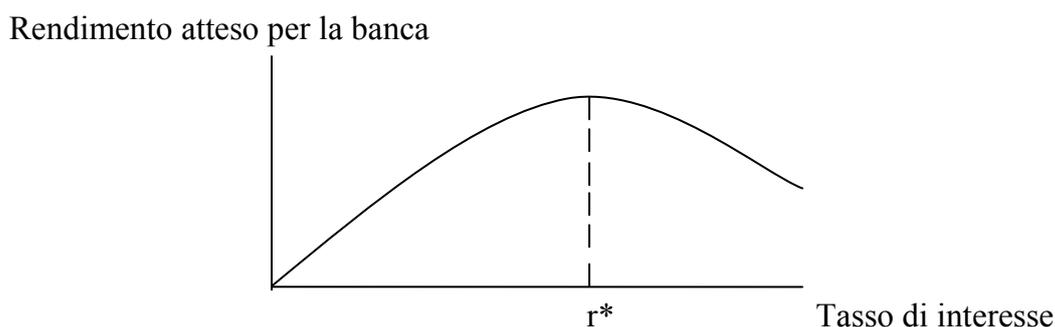
¹⁴ “This time is different” è il titolo di un’opera di Reinhart & Rogoff, definita un masterpiece dal Financial Times. Il lavoro riporta cause e conseguenze di una serie di crisi economiche e finanziarie susseguites nel mondo negli ultimi 8 secoli.

¹⁵ L’autore per “reversal” intende un default di qualche istituto di credito o di qualche impresa, o anche uno stop di quel rialzo dei prezzi delle attività reali che caratterizza i periodi di boom.

¹⁶ Joseph E. Stiglitz e Andrew Weiss “Credit Rationing in Market with Imperfect Information”, 1981.

finanziamento in generale tende ad aumentare la rischiosità media dei progetti che la banca finanzia in quanto le imprese per ottenere un profitto intraprendono investimenti più rischiosi. Oltre un certo livello di tasso di interesse applicato il rendimento atteso della banca diminuirà (figura 1.1). Ciò comporta che, fissato il tasso che massimizza il profitto, in un mercato con eccesso di domanda di fondi, ci saranno imprese alle quali il credito sarà negato.

FIGURA 1.1



La severità del razionamento del credito è anche collegata al ciclo economico poiché cresce nei periodi di recessione, anche se non ci sono grosse variazioni nei tassi di interesse applicati. Ciò accade poiché cresce l'incertezza sulle capacità dei prenditori di restituire i debiti e aumenta la probabilità di default. L'importanza del canale del credito venne enfatizzata nel 1993 da Ben Barnanke¹⁷ il quale contestava la “money view”¹⁸ secondo la quale la variazione dell'offerta di moneta nell'economia (attraverso operazioni di mercato aperto¹⁹) era il presupposto per un innalzamento/abbassamento dei tassi di interesse reali che portavano ad una depressione/espansione della domanda aggregata. In questo schema di trasmissione monetaria la composizione delle passività delle aziende o i fattori che impattano sui diversi strumenti di credito non hanno effetto per l'economia. I presupposti della money view che possono essere contestati sono essenzialmente due:

¹⁷ Ben S. Barnanke espone la sua teoria in “Credit in the Macroeconomy” 1993.

¹⁸ La money view è tipica del modello macroeconomico IS-LM e riflette la teoria Keynesiana.

¹⁹ Le operazioni di mercato aperto sono transazioni effettuate dalle Banche Centrali con lo scopo di regolare la quantità di moneta in un sistema economico. Le Banche Centrali iniettano liquidità nel sistema comprando Titoli di Stato e viceversa riducono la liquidità vendendo Titoli di Stato.

- 1) la riduzione dell'offerta di moneta non consente agli agenti economici di rivolgersi ad altri assets liquidi non controllabili dalle Banche Centrali. Ciò non è vero in realtà in quanto gli strumenti di mercato monetario sono differenti.
- 2) L'impatto della politica monetaria sull'economia reale è totalmente spiegata dal canale convenzionale di trasmissione. Ciò non è sempre vero in quanto a volte le recessioni sono amplificate da altri fattori non presi in considerazione dalla "money view".

Tutto questo ha portato alla formazione di una "credit view" o "lending view" e alla rivalutazione del ruolo delle banche. La trasmissione della politica monetaria quindi non ha effetto sull'economia attraverso la variazione del tasso di interesse reale ma bensì passa attraverso il canale del credito bancario. Il crollo del credito nei periodi di politica monetaria restrittiva deriva quindi da una diminuzione dell'offerta di credito da parte delle banche (come la "credit view" enfatizza) e non da una diminuzione della domanda di credito di famiglie e imprese (come dovrebbe essere secondo la "money view"). Si pensi alle grandi imprese che si rivolgono al mercato dei Commercial Paper quando non possono ottenere credito dalle banche e che quindi non riducono la domanda totale di credito. La validità della "credit view" non può essere osservata pienamente guardando ai prezzi delle attività finanziarie ossia ai tassi di interesse. Infatti se le politiche monetarie restrittive portano ad una riduzione dell'offerta di credito (e viceversa le espansioni monetarie ad un loro aumento), i tassi di interesse sui prestiti dovrebbero aumentare. In realtà ciò non accade, non perchè la "credit view" non è valida ma piuttosto perchè il tasso di interesse riflette diverse variabili tra cui le garanzie offerte, il rating del prestatore di fondi e quindi la probabilità di default percepita nonché le scelte gestionali dell'intermediario. Inoltre il tasso medio al quale gli istituti di credito offrono prestiti all'economia è influenzato dal fatto che il mix ideale di rischio sostenuto dalle banche non è costante e nei momenti di recessioni si assiste al cosiddetto "flight-to-quality"²⁰ con un declino del credito concesso a quelle imprese che hanno i maggiori costi di agenzia, di solito le imprese medio-piccole (vedremo nei capitoli successivi le implicazioni pratiche

²⁰ Gli effetti del flight-to-quality per l'economia reale vennero testati empiricamente da Gilchrist e al. (1994). Durante un periodo di crisi, gli episodi di flight-to-quality rendono difficile l'accesso a fonti di finanziamento esterno per le imprese che finanziano progetti più rischiosi e di minore qualità. I test mostrano come le imprese in difficoltà siano proprio le piccole e medie imprese in quanto, non potendo accedere al mercato dei commercial paper, sono costrette a ridurre o ad annullare progetti di investimento quando le banche negano il credito.

di questa teoria per i mercati finanziari italiani). L'analisi del canale del credito porta quindi a porre l'attenzione anche sull'impatto che alcuni eventi che coinvolgono le banche e che possono alterare la domanda di investimenti. Un primo evento è il "bank run", la corsa agli sportelli che si innesca nel momento in cui un intermediario è in difficoltà e i depositanti ritirano la liquidità. Secondo la "credit view" il panico che si genera da una corsa agli sportelli deprime l'attività economica interrompendo il normale flusso di credito bancario all'economia. Un altro evento preso in considerazione è il "credit crunch" dovuto ad interventi intenzionali o non intenzionali del Governo. Si pensi a misure di controllo sul tasso applicato o anche a misure che limitano la circolazione internazionale di capitali. Questi provvedimenti non dovrebbero avere grossi effetti se le imprese potessero sostituire le fonti di credito. La ricerca empirica mostra invece come questi interventi hanno un riflesso sugli investimenti nell'economia reale coerentemente con la teoria del vincolo di finanziamento e con la credit view (vedremo i riflessi di tale teoria sulla crisi economica Italiana scoppiata nel 2008). Infine un altro fattore che può influenzare la capacità delle banche di prestare fondi è l'adeguamento di capitale. Le banche sottocapitalizzate sono quelle più rischiose in quanto una forte svalutazione delle attività può causare la perdita totale del capitale proprio. Per ricapitalizzarsi le banche hanno bisogno di rivolgersi al mercato dell'equity; le asimmetrie informative presenti nel mercato, già più volte citate, portano gli investitori a richiedere un premio più alto perché interpretano l'annuncio di emissione di nuove azioni come una debolezza nascosta negli assets dagli intermediari. Ciò significa che gli intermediari devono ridurre l'offerta di credito e liquidare alcuni assets per far fronte agli impegni con la clientela. La "capital adequacy" può avere quindi degli effetti sull'economia attraverso il "lending channel"²¹.

Contemporaneamente alla "lending channel" Barnanke pose l'attenzione sulla "balance sheet channel" sostenendo che anche le condizioni dei bilanci delle imprese che richiedono il prestito hanno degli effetti sulle performance economiche. Uno shock iniziale negativo sulla produttività del capitale causa una riduzione della liquidità interna e peggiora i bilanci delle imprese. Anche se lo shock iniziale non è di natura finanziaria, il peggioramento dei saldi di bilancio porta ad un aumento dei costi di finanziamento

²¹ Si pensi all'accordo di Basilea III circa l'adeguamento del patrimonio di vigilanza delle banche e agli effetti sul canale del credito che tale accordo può comportare.

esterno soprattutto per le imprese più deboli²² o anche per quelle imprese che durante il periodo di espansione economica hanno accumulato molto debito. L'aumento del leverage aumenta la rischiosità del sistema²³, accentuando le recessioni e rallentando la successiva ripresa. Quando una recessione causa un declino nelle vendite e nei profitti delle imprese, quelle imprese con un alto rapporto debito-equity, fronteggiano una maggiore riduzione del cash-flow dovuto ad un maggiore peso della spesa per interessi. Tale riduzione, accompagnata da una maggiore difficoltà nell'accesso a fonti esterne di finanziamento deprime gli investimenti delle imprese e aggrava la recessione.

B. Holmstrom e J. Tirole²⁴ nel 1997 svilupparono un modello di equilibrio del credito che può fare luce sul ruolo di differenti tipologie di "capital constraints", partendo dall'esperienza di alcuni Paesi che soffrirono negli anni '80 diversi credit crunch. La base teorica del modello riflette proprio la teoria della "credit view" e del vincolo di finanziamento. Inoltre, includendo sia variabili che incidono sulla domanda (variazioni nelle garanzie) e sia variabili che incidono sull'offerta (cambiamenti nel capitale degli intermediari), ripropone anche la distinzione tra "balance sheet channel" e "lending channel" proposta da Ben Bernanke.

Il modello presenta tre tipi di agenti economici: le imprese, gli intermediari e gli investitori.

Le imprese hanno accesso alla stessa tecnologia e tutte partono da uno stesso ammontare di capitale pari ad A . Il capitale si assume essere totalmente liquido in modo da poter considerare tutti gli assets che compongono A come garanzia per i finanziatori. Ogni impresa ha un progetto di investimento da intraprendere in t_0 ad un costo $I > 0$ e dovrà rivolgersi a fonti di finanziamento esterno se $A < I$. In t_1 (periodo in cui i rendimenti dell'investimento sono realizzati) il progetto genera un rendimento pari ad R (in caso di successo) o un rendimento pari a 0 (in caso di fallimento). Il modello incorpora anche il problema del "moral hazard" presente nel mercato dell'intermediazione. Senza un eccessivo monitoraggio, le imprese possono ridurre la

²² Il "balance sheet channel" è coerente con il lavoro empirico svolto sul mercato manifatturiero da Fazzari, Hubbard e Peterson che evidenziava una maggiore sensibilità dell'investimento alle variazioni del cash flow per le imprese che facevano maggiore affidabilità al finanziamento esterno.

²³ Per un approfondimento si può considerare la teoria della intrinseca instabilità dei mercati finanziari sviluppata da Hyman Minsky: "The Financial Instability Hypothesis: A restatement" 1978.

²⁴ Bengt Holmstrom e Jean Tirole trattano il modello in "Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector" pubblicato nel 1997.

probabilità di successo intraprendendo progetti più rischiosi in modo da ricevere un beneficio privato²⁵. Definito con P_H la probabilità di successo di un progetto che non porta benefici privati e con P_L la probabilità di successo di un progetto che comporta benefici privati, il modello prende in considerazione due livelli di beneficio privato a seconda di quanto gli investitori esterni riescono a monitorare l'impresa (si indica con B il beneficio maggiore e con b quello minore). Il progetto migliore sarà fattibile se:

$$P_H R - \gamma I > 0 > P_L R - \gamma I + B$$

dove γ rappresenta il tasso di rendimento richiesto dall'investitore. Sarà fattibile quindi se il rendimento netto del progetto sarà positivo.

Oltre alle imprese il modello prende in considerazione tanti intermediari che attraverso il monitoraggio dei cash flow delle imprese, dei saldi di bilancio e del management aziendale, hanno il ruolo di alleviare i problemi di moral hazard. Nel caso dei prestiti assumono rilevanza i contratti di finanziamento che riducono le opportunità delle imprese di comportarsi in maniera non diligente²⁶. Il monitoraggio elimina la possibilità per l'impresa di intraprendere investimenti con un beneficio maggiore ma ha un costo che gli intermediari devono sostenere pari a $c > 0$. Ciò significa che c è un limite al monitoraggio e quindi il capitale fornito dagli intermediari per finanziare un progetto, indicato con K_M , costituisce un vincolo per l'investimento aggregato.

La terza categoria di agenti economici presi in considerazione dal modello sono gli investitori che non hanno accesso alle informazioni in possesso del management e non possono monitorare il comportamento dell'azienda. Il tasso di interesse richiesto da questi investitori è pari a γ che può essere inteso come un tasso medio di mercato.

Il modello assume l'investimento I come fissato e analizza le diverse possibilità che ha un'impresa di finanziare la parte di investimento non coperta da A (ossia dalle disponibilità di fondi interni dell'azienda) e quindi la possibilità di rivolgersi al finanziamento diretto o al mondo dell'intermediazione.

Il finanziamento diretto riguarda la possibilità che ha l'impresa di rivolgersi direttamente ad investitori che non ne monitorano l'operato chiedendo capitale pari a $I - A$. Sia l'impresa sia gli investitori non otterranno nessun rendimento in caso di fallimento.

²⁵ Ritorna in questo caso il problema delle asimmetrie informative dove gli intermediari e in generale i finanziatori esterno non controllano come vengono utilizzati i fondi da loro prestati

²⁶ Anche Ben Barnanke in "Credit in the Macroeconomy" (1993) pone attenzione alla struttura dei contratti di finanziamento e all'importanza che essi hanno in un mercato con asimmetrie informative.

In caso di successo l'impresa otterrà $R_f > 0$ e gli investitori $R_u > 0$ con $R_f + R_u = R$. Una condizione necessaria affinché l'impresa si comporti diligentemente è la seguente:

$$P_H R_f \geq P_L R_f + B$$

ossia il ritorno atteso dall'investimento nel progetto migliore è maggiore del rendimento atteso dall'investimento di qualità inferiore. Data questa condizione l'impresa sarà pagata almeno $R_f = B/\Delta p$ (con $\Delta p = P_H - P_L$) e l'investitore esterno riceverà al massimo $R_u = R - B/\Delta p$. Il rendimento atteso dall'investitore dovrà essere uguale o superiore al rendimento che l'investitore stesso può ottenere investendo in altre forme di investimento che abbiamo visto generano un ritorno pari a γ . Ciò implica che una condizione necessaria affinché un'impresa possa rivolgersi alla finanza diretta è la seguente:

$$P_H [R - B/\Delta p] \geq \gamma [I - A]$$

L'equazione suindicata porta a concludere che, affinché un'impresa possa rivolgersi al finanziamento diretto deve possedere una quantità di assets tale che:

$$A \geq \underline{A}(\gamma) \text{ dove } \underline{A}(\gamma) = I - P_H / \gamma [R - B/\Delta p]$$

La conclusione che possiamo trarre è che le imprese che non hanno grossa disponibilità di capitale proprio non possono redistribuire il profitto totale tra l'impresa stessa e gli investitori esterni e quindi non hanno accesso a questo tipo di finanziamento²⁷. Nel mondo reale delle imprese, quelle con A non molto elevato sono le imprese piccole e medie, quelle di minori dimensioni per le quali il finanziamento esterno risulta troppo oneroso.

Il finanziamento indiretto o intermediato prende in considerazione la possibilità che hanno le imprese di rivolgersi a banche o altri intermediari creditizi che possono aiutare le imprese stesse a intraprendere l'investimento programmato. Il monitoraggio elimina la possibilità che hanno le imprese di intraprendere progetti con il beneficio maggiore e quindi consente un aumento del capitale esterno²⁸. In caso di successo del progetto il payoff sarà diviso tra impresa, intermediario e investitore nel modo seguente: $R = R_f + R_u + R_m$ dove R_f è la parte garantita all'impresa e R_m e R_u riflettono la parte rispettivamente garantita all'intermediario e all'investitore. Affinché l'impresa possa intraprendere il

²⁷ La finanza diretta fa riferimento alla possibilità che hanno le imprese di rivolgersi al mercato dei bonds o dei commercial paper e quindi a fonti di finanziamento che escludono il ruolo dell'intermediazione.

²⁸ Il beneficio privato passa quindi da B (così definito il beneficio maggiore) a b (così definito il beneficio minore).

progetto migliore deve ricevere un payoff almeno pari a $R_f = b/\Delta p$. Poiché il monitoraggio è costoso anche l'intermediario deve ottenere almeno un payoff pari a $R_m = c/\Delta p$ ²⁹. Ciò significa che all'investitore rimarrà un payoff pari a $P_H[R - (b+c)]/\Delta p$. Poiché il mercato dell'intermediazione non è perfettamente concorrenziale, gli intermediari ricaveranno un profitto dall'investimento nell'impresa pari a $P_H R_m > c$ dove c rappresenta proprio il costo di monitoraggio. Il tasso di rendimento sul capitale fornito dall'intermediario sarà uguale a:

$$\beta = P_H R_m / I_m$$

ossia al rapporto tra il payoff atteso e il capitale fornito; tale tasso dovrà eccedere γ in modo da incentivare l'intermediario a non intraprendere altre forme di investimenti.

Rimodulando l'equazione suindicata, tenendo in considerazione il fatto che l'intermediario richiede almeno $R_m = c/\Delta p$, otteniamo il contributo dell'intermediario richiesto dall'impresa che sarà uguale a:

$$I_m(\beta) = P_H c / (\Delta p) \beta$$

Il capitale richiesto dall'impresa è inversamente correlato al tasso di interesse che l'intermediario richiede (vedremo nel prossimo capitolo come i prestiti degli intermediari alle imprese in Italia siano dipendenti dal tasso di rendimento che gli intermediari richiedono, e come tale tasso sia aumentato nel periodo di crisi economica).

Gli investitori esterni giocano ancora un ruolo cruciale nel momento in cui il capitale fornito dagli intermediari non sia sufficiente a finanziare il progetto. L'investitore fornirà $I_u = I - A - I_m(\beta)$ qualora questa quantità sia positiva. La condizione affinché l'investitore non scelga altri investimenti è la seguente:

$$P_H[R - (b+c)/\Delta p] \geq \gamma[I - A - I_m(\beta)]$$

Per essere finanziata quindi l'impresa dovrà possedere un quantitativo di attività A tale che:

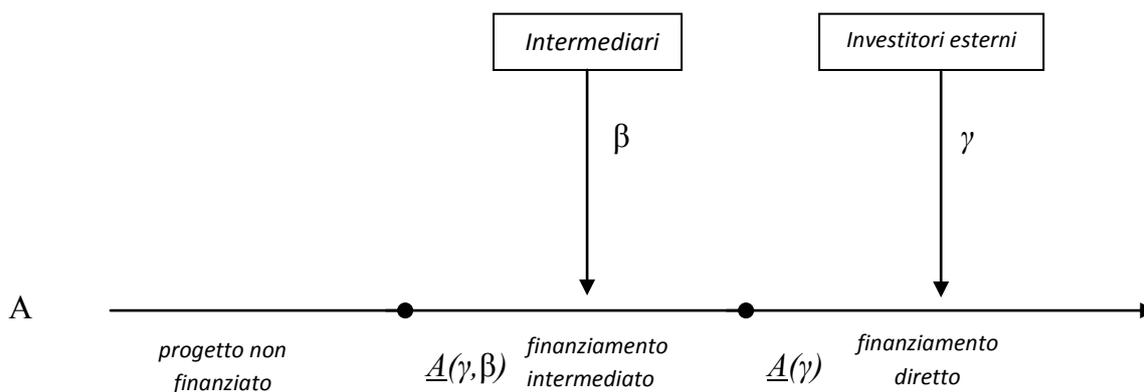
$$A \geq \underline{A}(\gamma, \beta) \text{ dove } \underline{A}(\gamma, \beta) = I - I_m(\beta) - (P_H/\gamma)[R - (b+c)/\Delta p]$$

L'analisi fin qui svolta porta a domandarci se $\underline{A}(\gamma, \beta)$ può essere maggiore o minore di $\underline{A}(\gamma)$. Se $\underline{A}(\gamma, \beta) > \underline{A}(\gamma)$ non ci sarà mai una domanda da parte delle imprese di capitale fornito dalle banche poiché il costo per essere monitorati diventa troppo alto. Questo significa che β dovrà diminuire al punto tale da invertire la relazione e rendere appetibile

²⁹ Si tenga a precisare come i payoff sono espressi in termini monetari e non in termini di rendimento percentuale.

il finanziamento bancario. Si ricordi però che β non può raggiungere un livello inferiore a γ altrimenti non sarà più conveniente per le banche offrire capitale alle imprese. Il modello quindi risulta coerente con la teoria del vincolo di finanziamento in quanto non tutte le imprese possono rivolgersi alle diverse fonti di finanziamento le quali non sono perfettamente sostituibili l'una con l'altra ma hanno costi differenti. Si può comprendere meglio la relazione attraverso l'aiuto di un grafico (figura 1.2).

FIGURA 1.2



Dal grafico si evince come solo le imprese che hanno un capitale iniziale A tale che $A > \underline{A}(\gamma)$ hanno l'opportunità di rivolgersi al finanziamento diretto. Per le imprese con $A < \underline{A}(\gamma, \beta)$ ossia le imprese che hanno una minore disponibilità di capitale interno, le fonti di finanziamento esterno rimangono inaccessibili poiché troppo costose. Ci sono invece alcune imprese che hanno $\underline{A}(\gamma) \leq A \leq \underline{A}(\gamma, \beta)$ ossia una dotazioni di capitale tale per cui hanno la possibilità di investire soltanto utilizzando prestiti bancari, fermo restando l'inaccessibilità al mercato diretto dei capitali. (ad esempio in Italia la maggior parte delle imprese non ha una grossa dotazione di capitale interno e non può accedere al mercato dei bonds o dei commercial papers, dovendo quindi fare affidamento ai rapporti con gli intermediari creditizi per poter finanziare gli investimenti che richiedono maggior capitale).

La parte più interessante del modello di B. Holmstrom e J. Tirole riguarda gli effetti sugli investimenti corporate di alcune variazioni nell'offerta di capitale. Si tengono in considerazione sia una possibile riduzione del capitale offerto dagli intermediari e quindi l'ipotesi di un credit crunch e sia l'ipotesi di un collateral squeeze ossia una riduzione

delle garanzie offerte dalle imprese (in generale una riduzione o una svalutazione delle attività che l'impresa utilizza come collaterale, dovute a fasi di recessione). In entrambi i casi di riduzione del capitale gli investimenti aggregati diminuiranno e $\underline{A}(\gamma, \beta)$ aumenterà. Di conseguenza le imprese più piccole con minor capitale saranno le prime ad avere maggiore difficoltà a ottenere i finanziamenti³⁰. Per far aumentare $\underline{A}(\gamma, \beta)$ almeno uno tra β e γ deve aumentare in quanto una loro contemporanea riduzione genera una riduzione di $\underline{A}(\gamma, \beta)$. Poiché si considera γ un dato esogeno, allora β deve aumentare.

Le conclusioni tratte spiegano quindi perché le piccole e medie imprese sono generalmente quelle con maggior leverage e quindi sono maggiormente danneggiate da un credit crunch o da un collateral squeeze. Le stesse conclusioni possono essere raggiunte se consideriamo i cambiamenti in R o in P_H . In una recessione si assume che sia R sia P_H in media diminuiscono. Una loro diminuzione genera un aumento di $\underline{A}(\gamma, \beta)$ che nuovamente colpisce principalmente le imprese con meno capitale. Inoltre in un credit crunch le banche devono distinguere i progetti migliori da quelli più rischiosi. Solitamente la scelta ricade sui progetti delle grandi imprese in quanto, oltre a essere a meno rischiosi e più trasparenti, garantiscono dei payoff maggiori in modo che le banche possono recuperare i costi di monitoraggio.

L'analisi svolta in questo capitolo mira all'individuazione dei motivi per cui i vincoli di finanziamento possono avere degli impatti sugli investimenti aggregati delle imprese e di come il legame banca-impresa sia evidente e condizioni i progetti di investimento. La teoria economica abbiamo visto come abbia dibattuto molto su questo argomento, contestando l'idea di mercati dei capitali efficienti. Il capitolo successivo mira ad un'analisi del sistema banca-impresa in Italia e soprattutto delle conseguenze che ha causato sul sistema imprenditoriale italiano la crisi scoppiata in Italia e nell'Eurozona nel 2008, ponendo l'attenzione proprio sul vincolo di finanziamento per le imprese in Italia e sulla difficile sostituibilità delle fonti di finanziamento tra di loro.

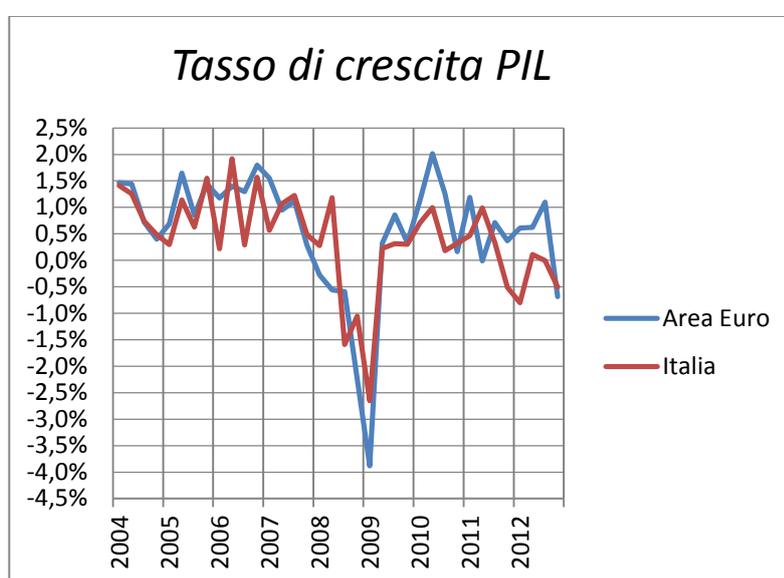
³⁰ La considerazione di riduzione di capitale sia dal lato dell'intermediario sia dal lato dell'impresa riprende il concetto sviluppato da Ben Bernanke in "Credit in the Macroeconomy" riguardo alla considerazione non solo del "lending channel" ma anche del "balance sheet channel".

3 Il ruolo dell'intermediazione creditizia e gli effetti sulle attività delle imprese in Italia

3.1 L'impatto della crisi economica 2008 - 2013 sul tessuto industriale italiano

La crisi economica che ha colpito l'Italia nel 2008 e in generale tutta l'Eurozona, considerata come una delle più grandi crisi economiche della storia, ha avuto un impatto molto significativo sulla crescita dell'Europa, con delle conseguenze ancora più marcate per l'Italia (figura 2.1).

FIGURA 2.1



Fonte: EUROSTAT

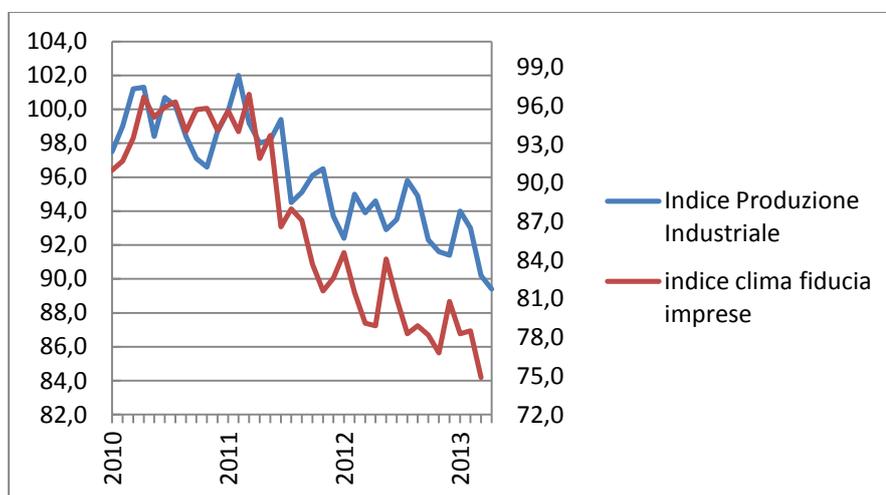
Variazioni percentuali calcolate su dati trimestrali del Prodotto Interno Lordo, destagionalizzati e a prezzi correnti

Dall'analisi del grafico appare evidente come l'Italia abbia dovuto affrontare due diverse recessioni. La prima, comune a tutta l'Eurozona, manifestatasi nel terzo trimestre del 2008 e proseguita fino al secondo trimestre del 2009 con una perdita cumulata del 5,26% del PIL (addirittura l'Eurozona ha registrato una perdita del 6,7% del PIL). Tale crisi è frutto degli effetti negativi della enorme crisi finanziaria scoppiata in America l'anno precedente³¹. La ripresa, cominciata ad inizio 2010, non è proseguita a causa dell'avvento di una nuova crisi che ha colpito i debiti sovrani di alcuni Paesi dell'Area

³¹ La crisi finanziaria dei mutui subprime scoppiata in America nel 2007, raggiunge il suo culmine con la dichiarazione di bancarotta del colosso finanziario Lehman Brothers il 15 Settembre del 2008 con ripercussioni su tutta l'economia globale.

Euro mettendo in luce anche i limiti della finanza pubblica italiana. Così l'Italia ha dovuto affrontare una nuova crisi economica cominciata nel terzo trimestre del 2011 e ancora oggi in atto, con una perdita del PIL di circa 2 punti percentuali, portando ad un tasso di crescita del PIL non più allineato con la media dei Paesi dell'Eurozona. Prendendo in considerazione solo la seconda recessione, il crollo del PIL nel biennio 2011-2012 è stato sicuramente trainato da una riduzione consistente degli investimenti fissi lordi che si sono ridotti del 9,6% dal secondo trimestre del 2011. L'impatto della recessione sul tessuto industriale del nostro Paese è stato devastante ed ha inciso sulla produzione e sul clima di fiducia delle imprese (figura 2.2).

FIGURA 2.2



Fonte: ISTAT

1) indice destagionalizzato della produzione industriale (base 2010=100), dati mensili, scala di sinistra.

2) clima di fiducia delle imprese totale, indice destagionalizzato (base 2005=100), dati mensili, scala di destra.

Sia l'indice di produzione industriale, che misura la variazione fisica nel tempo dei volumi di produzione, e sia l'indice del clima di fiducia delle imprese, che riflette le aspettative a breve termini di alcune variabili aziendali, sono in netto trend discendente. Nel complesso del 2012 l'indice generale di produzione industriale è diminuito del 6,1% rispetto all'anno precedente e le aspettative delle imprese non fanno presagire una inversione di tendenza nel breve periodo. Addirittura la fiducia delle imprese ha avuto un calo superiore alla produzione, un trend discendente più accentuato, a dimostrazione del fatto che le imprese, nonostante continuino a produrre, non vedono margini di miglioramento per il futuro. Anche le indagini condotte dalla Banca d'Italia su un

campione di imprese, riguardo ad alcuni fattori aziendali, non riporta risultati ottimistici⁶². Rispondendo a quesiti riguardanti le condizioni per investire, il saldo percentuale tra le risposte che indicano un miglioramento e quelle che ne indicano un peggioramento è rimasto negativo (-47,3%) ed è ulteriormente diminuito rispetto al 2012, nonostante è evidente quanto la variabile investimenti sia fondamentale per la ripresa economica del Paese. Inoltre è aumentata anche la quota di operatori che considera negativamente l'andamento della domanda dei propri prodotti nel primo trimestre 2013 rispetto all'anno precedente; il saldo tra giudizi positivi e negativi è pari al -33%. Nonostante nel triennio 2009 e il 2012 siano cessate oltre 55 mila imprese (con una distruzione nel potenziale manifatturiero del 15,3% con un picco del 41,2% negli autoveicoli)⁶³, il 57,2% delle imprese italiane indica un miglioramento nello scenario economico generale in cui si troveranno ad operare entro i prossimi 3 anni, prospettiva non di brevissimo periodo. Per comprendere meglio da cosa si può ripartire, bisogna analizzare quali possono essere le cause più importanti che rallentano la crescita industriale dell'Italia e ne limitano il potenziale produttivo, ponendo l'attenzione su alcune variabili finanziarie.

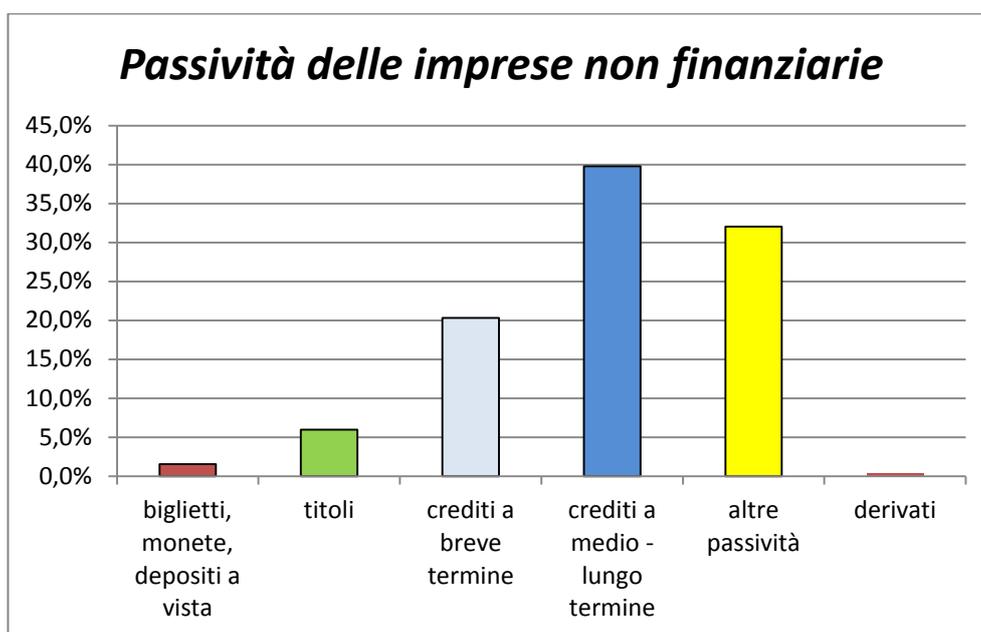
3.2 I vincoli di finanziamento per le imprese italiane: l'autofinanziamento e l'emissione di obbligazioni

Una causa della diminuzione degli investimenti per le imprese italiane può essere rinvenuta nel vincolo di finanziamento, coerentemente con la teoria dei “financial constraints”, secondo la quale la struttura finanziaria delle imprese ha un ruolo non trascurabile sulla capacità delle imprese stesse di investire. Prendere in considerazione il lato delle fonti di finanziamento ci consente di comprendere meglio a cosa è maggiormente legata l'industria italiana e quali possono essere le soluzioni adottabili. Il sistema industriale italiano tradizionalmente è fortemente legato all'intermediazione creditizia, la quale costituisce la prima fonte di finanziamento per le imprese. I conti finanziari delle imprese in Italia, analizzati nel grafico successivo, rispecchiano proprio tale caratteristica (figura 2.3).

⁶² “Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita” condotto trimestralmente dalla banca d'Italia insieme al quotidiano “Il Sole 24 Ore” su circa 750 imprese con oltre 50 addetti.

⁶³ I risultati emergono dagli scenari industriali tracciati dal centro studi di Confindustria, Giugno 2013.

FIGURA 2.3



Fonte: elaborazioni dati Banca d'Italia

I dati si riferiscono al 31/12/2012 e sono estrapolati dalle consistenze dei conti finanziari delle società non finanziarie (dati trimestrali). I valori sono calcolati in rapporto al totale delle passività finanziarie (ad esclusione delle azioni o di altre partecipazioni).

Il ricorso diretto al mercato attraverso l'emissione di titoli non supera il 6% delle passività delle imprese mentre il ricorso al credito (sia a breve termine sia a lungo termine) rappresenta oltre il 60% delle passività⁶⁴. Di questa percentuale, quasi il 75% è offerto dalle istituzioni monetarie e finanziarie. I risultati ottenuti, quindi, evidenziano il forte legame banca-impresa in Italia e giustificano anche l'impatto negativo di un credit crunch sulla produttività di un tessuto industriale così legato al settore bancario e dell'intermediazione. L'analisi di tutte le fonti di finanziamento a disposizione delle imprese portano a comprendere non solo il loro impiego ma anche la possibilità di una sostituibilità tra le fonti nei momenti di crisi economica.

Tra le varie fonti di finanziamento consideriamo innanzitutto l'autofinanziamento che riguarda la possibilità che hanno le imprese di finanziare i progetti di investimento con risorse interne. Tale possibilità, però, è influenzata dalla capacità delle imprese di generare una redditività positiva e costante nel tempo, capacità che viene meno nei periodi di crisi economica e di recessione. I dati forniti dalla Banca d'Italia riportano nel 2011 una

⁶⁴ Con riferimento al credito, si fa riferimento sia al credito delle istituzioni monetarie e finanziarie (IMF), che ne costituisce la parte preponderante, e sia al credito offerto da altre società finanziarie, dalla PA e da altri residenti.

redditività, misurata dal rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto, pari al 33,5%⁶⁵, dato che non si registrava dal 1995. Nel 2012 la situazione è addirittura peggiorata con un calo della redditività al 32,2% e con un saldo tra imprese in utile e quelle in perdita pari al 20%, inferiore di 10 punti percentuali allo stesso dato registrato nel 2011. Non potendo ridurre di molto i dividendi distribuiti, cosa che verrebbe percepita negativamente dal mercato, le imprese rinunciano al reinvestimento delle risorse interne e quindi all'autofinanziamento esponendosi in misura maggiore al finanziamento esterno.

Che le fonti di finanziamento non siano perfettamente sostituibili l'una con l'altra appare evidente dal fatto che le aziende italiane trovano difficoltà a cambiare la struttura finanziaria nei momenti in cui hanno bisogno di finanziamento. Una possibilità riguarda l'accesso diretto al mercato di capitali attraverso quotazioni in borsa ed emissioni di obbligazioni. Secondo una ricerca svolta dalla Bocconi, in collaborazione con la Borsa Italiana⁶⁶, se l'Italia portasse a 1000 il numero delle aziende quotate (attualmente sono solo 293), si avrebbe un aumento del PIL dell' 1,5% con un aumento sia dell'occupazione e sia del gettito fiscale. Le imprese più piccole rappresentano il 77,5% del totale delle imprese ma solo il 16,5% delle società quotate con una evidente sottorappresentazione in Borsa del contributo che queste imprese offrono all'economia reale. Il ricorso eccessivo al finanziamento bancario e la sottocapitalizzazione delle imprese italiane ne frena lo sviluppo non consentendo alle stesse imprese di aumentare le loro dimensioni. È necessaria una modernizzazione del rapporto banca-impresa con il conseguente accompagnamento dell'impresa verso il mercato di capitali in modo da poter rendere il sistema economico meno dipendente dalle crisi bancarie e dai credit crunch.

Anche l'emissione obbligazionaria a lungo termine potrebbe far diminuire la dipendenza delle imprese italiane dai finanziamenti bancari (soprattutto quelli a breve termine) evitando i costi di rifinanziamento del debito che risultano eccessivi nei periodi di crisi. Rispetto ai conti finanziari prima osservati, questa soluzione comporterebbe un aumento del peso dei titoli sul totale delle passività finanziarie, in controtendenza con la tradizione del nostro tessuto industriale (Tabella 2.1).

⁶⁵ I dati riportati derivano dal "Report sulla stabilità finanziaria" fornito dalla Banca d'Italia semestralmente. I dati del 2011 sono riportati nel Rapporto di Aprile 2012.

⁶⁶ "Come sarebbe l'Italia con 1000 società quotate", centro di ricerca Bocconi – Borsa Italiana, 2012.

TABELLA 2.1

Emissioni nette di obbligazioni		
<i>(milioni di euro)</i>		
PERIODO	Banche	Società non finanziarie
2011 - 1° trim.	25.567	437
2011 - 2° trim.	12.002	-2.102
2011 - 3° trim.	15.663	-408
2011 - 4° trim.	13.098	1.972
totale 2011	66.330	-101
2012 - 1° trim.	84.907	4.514
2012 - 2° trim.	-7.847	-1.435
2012 - 3° trim.	8.491	6.046
2012 - 4° trim.	-2.398	4.451
totale 2012	83.153	13.576

Fonte: Banca d'Italia

Le emissioni nette di obbligazioni sono calcolate come differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e il valore nominale dei titoli rimborsati.

Il grafico mostra come le società non finanziarie hanno difficoltà a raccogliere liquidità tramite l'emissione di obbligazioni. Nel 2011 le emissioni nette sono state addirittura negative (-101 milioni di euro) a differenza di quanto accaduto per le banche che, avendo rapporti diretti con la clientela, riescono più facilmente a collocare obbligazioni proprie sul mercato. Nel 2012 si è avuta una inversione di tendenza e le società non finanziarie hanno collocato (al netto dei rimborsi) obbligazioni per un totale di oltre 13 miliardi di euro compensando parzialmente gli effetti del credit crunch delle banche⁶⁷. Ciò nonostante resta il problema, sia per le grandi imprese ma maggiormente per le PMI, di emettere obbligazioni sul mercato finanziario in quanto la scarsa capitalizzazione e la loro struttura non consentono di diversificare la base di investitori attraendo coloro che sono disposti ad investire senza avere i mezzi per monitorare le scelte di investimento delle imprese. La “financial hierarchy” discussa nel primo capitolo considera proprio l'accesso al mercato come la fonte di finanziamento più costosa per le imprese e addirittura il modello di Holmstrom-Tirole ritiene totalmente inaccessibile questa fonte di finanziamento per le imprese che non hanno una determinata disponibilità

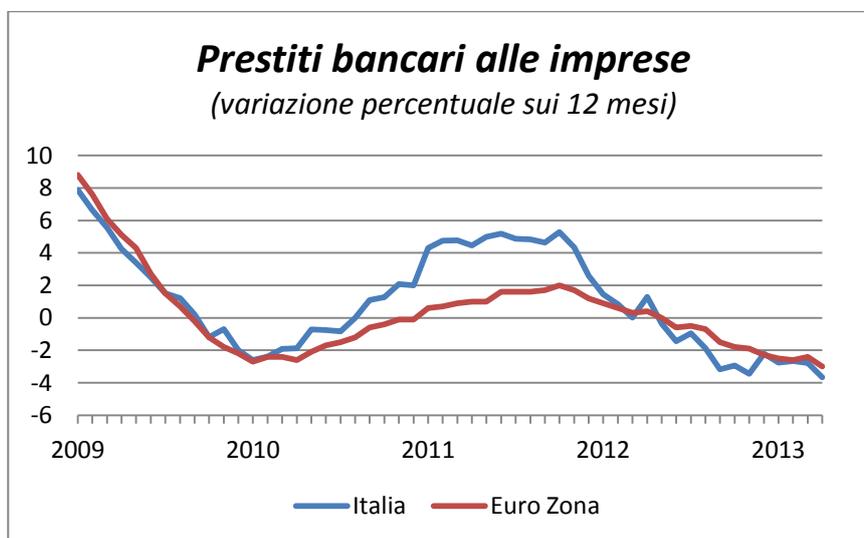
⁶⁷ Gli effetti positivi sull'emissione obbligazionaria riflettono l'introduzione di alcune norme sul finanziamento tramite il Dec. Leg. 82/2012. L'analisi di tali norme verrà effettuata nel capitolo successivo.

di capitale⁶⁸. I dati riportati avvalorano maggiormente tale tesi discussa dalla teoria economica alla luce del fatto che l'industria italiana è composta da molte imprese di piccole dimensioni e quindi con una disponibilità di capitale ridotta. Si pensi alle difficoltà che hanno le imprese in Italia di richiedere un rating sull'emissione di obbligazioni in modo da poter ricevere un profilo di rischio standard non solo per gli investitori istituzionali italiani ma anche per gli investitori esteri. Le difficoltà derivano proprio dalla dimensione ridotta, da un livello di trasparenza inadeguato e dalla bassa disponibilità di capitale.

3.3 I vincoli di finanziamento per le imprese italiane: l'accesso al credito bancario

Oltre all'autofinanziamento e all'emissione obbligazionaria, analizziamo ora la situazione del credito bancario in Italia per poter comprendere le principali cause della contrazione del credito e gli effetti sui piani di investimento delle imprese. L'offerta di credito in Italia nel periodo 2009-2013 ha subito una notevole contrazione (figura 2.4).

FIGURA 2.4



Fonte: Banca d'Italia e BCE

Le variazioni percentuali calcolate sono corrette per l'effetto delle cartolarizzazioni.

I dati mensili forniti da Banca d'Italia mostrano come, da Maggio 2012 ad oggi, si siano registrate costantemente variazioni percentuali negative e il trend discendente di

⁶⁸ Si ricorda la relazione: $A \geq \underline{A}(\gamma, \beta)$ dove $\underline{A}(\gamma, \beta) = I - I_m(\beta) - (P_H/\gamma)[R - (b+c)/\Delta p]$ come vincolo di finanziamento per l'accesso al finanziamento diretto discussa nel modello di Holmstrom e Tirole.

riduzione dei prestiti bancari all'economia non accenna a terminare (il dato peggiore si riferisce proprio ad Aprile 2013 con una variazione di -3,67%). Anche dal confronto con l'Euro Zona, appare evidente come la contrazione dei prestiti dal 2012 si sia accentuata in misura maggiore, nonostante una ripresa a tassi più elevati nel biennio 2010-2011 dopo la prima recessione iniziata nel 2008. Comunque il trend dei prestiti alle imprese in Italia resta simile a quello dell'Area Euro a dimostrazione del fatto che le crisi, in investono in mani. Le aspettative sull'accesso al credito delle imprese, secondo l'indagine condotta dalla Banca d'Italia, restano negative (Tabella 2.2)

TABELLA 2.2

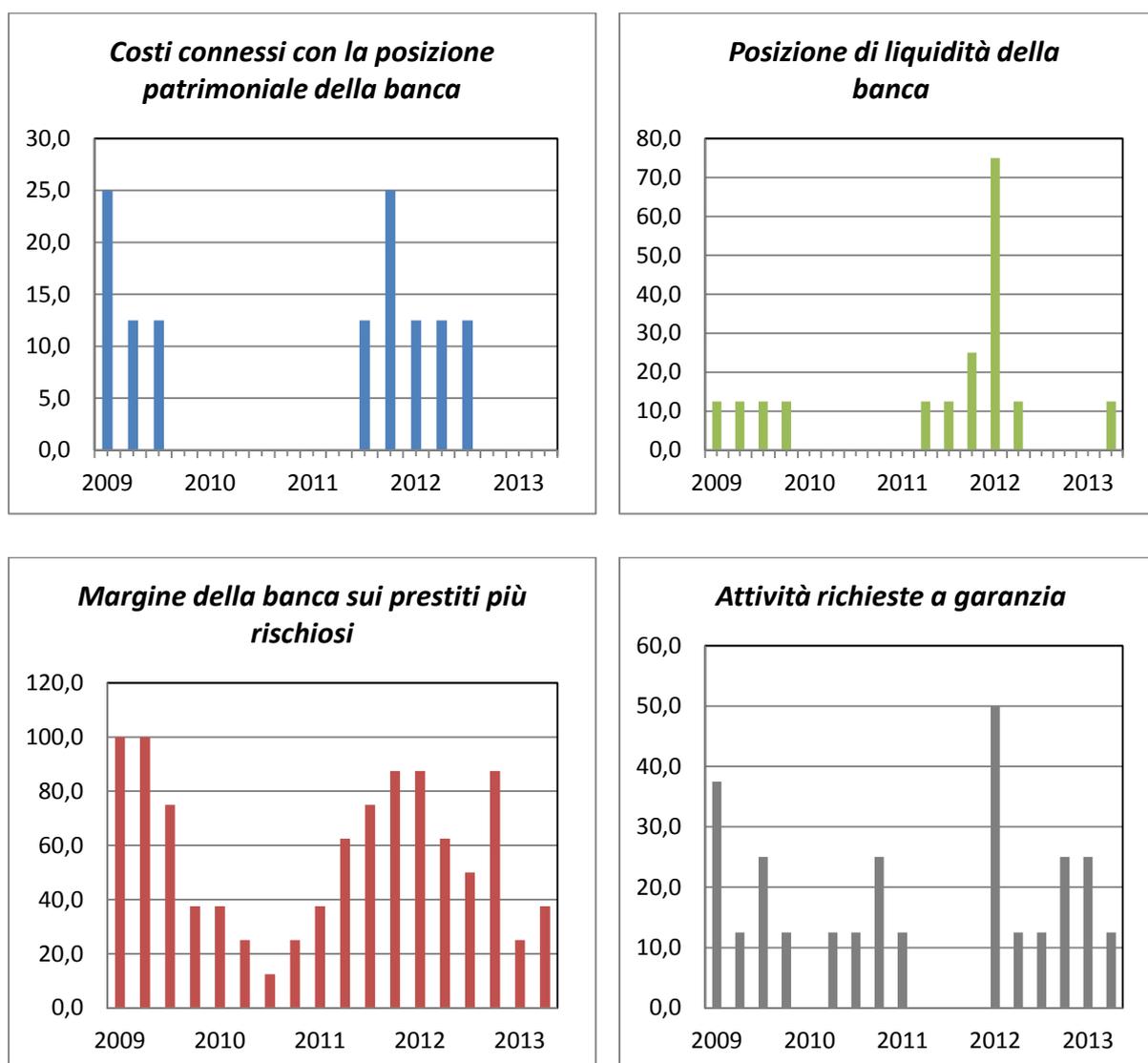
Giudizio sulle condizioni di accesso al credito per le imprese rispetto al trimestre precedente					
(valori percentuali)					
Classe dimensionale	Peggiori (a)	Invariate	Migliori (b)	Totale	Saldo (b) - (a)
50-199 addetti	30,5	68,8	0,7	100	-29,8
200-999 addetti	22,7	74,7	2,6	100	-20,1
Oltre 999 addetti	13,5	82,7	3,8	100	-9,7

Fonte: Banca d'Italia, "indagine sulle aspettative di inflazione e crescita, Marzo 2013.

Il giudizio sulle condizioni di accesso al credito resta molto negativo. È interessante notare come il saldo negativo diminuisce all'aumentare della dimensione dell'azienda. Ciò significa che la riduzione di prestiti bancari colpisce maggiormente le PMI rispetto alle imprese più grandi che possono offrire maggiori garanzie e che hanno una storia creditizia sicuramente più importante. Bisogna ora analizzare quali sono i fattori principali che hanno condizionato il credito bancario. La contrazione del prestito può essere determinata sia da fattori di domanda, in quanto il peggioramento dei saldi di bilancio dei prenditori di fondi peggiora la loro solidità e porta ad una diminuzione delle garanzie, sia da fattori di offerta ossia da una banking crisis con conseguente deterioramento delle condizioni economiche dell'intermediario⁶⁹. Per sapere quali fattori sono più determinanti bisogna guardare i risultati del Bank Lending Survey, un'indagine condotta dalla Banca d'Italia alla quale partecipano i gruppi bancari italiani più importanti. Analizziamo prima i fattori che portano ad un irrigidimento dell'offerta (figura 2.5).

⁶⁹ La distinzione tra balance sheet channel e bank lending channel è stata già proposta nella teoria da Ben Bernanke in "Credit in the Macroeconomy".

FIGURA 2.5: Condizioni dell'offerta di credito in Italia



Fonte: Elaborazioni su dati trimestrali Banca d'Italia, Bank Lending Survey

Valori positivi indicano una restrizione dell'offerta rispetto al trimestre precedente. La percentuale netta è calcolata come differenza tra la percentuale delle risposte che indicano una variazione di un dato segno (ad esempio, un "irrigidimento dei criteri") e la percentuale di quelle che indicano una variazione di segno opposto (un "allentamento dei criteri").

Secondo le statistiche fornite da Banca d'Italia, le variabili connesse a particolari situazioni in cui si trova l'intermediario hanno inciso sulla diminuzione di offerta di credito alle imprese. Nel 2012 i margini richiesti dalle banche sui prestiti più rischiosi sono aumentati così come sono aumentate le garanzie richieste dall'intermediario per elargire il credito. Tale aumento porta certamente ad una impossibilità per molte imprese di accedere al credito bancario. Un'altra variabile non presa in considerazione, ma che sicuramente ha condizionato l'offerta di credito, è stato un deterioramento delle attività

già presenti nel portafoglio delle banche. Le sofferenze nette sui prestiti per gli istituti di credito sono aumentate costantemente negli ultimi anni. Le somme che le imprese non riescono a restituire sono passate da circa 35 miliardi di euro, ad inizio 2009, a quasi 94 miliardi di euro alla fine del 2012. Praticamente quasi triplicate.

È interessante notare infine come la posizione di liquidità della banca, deterioratasi in maniera evidente e molto pericolosa nell'ultimo trimestre del 2011, diventi una variabile non più significativa nei trimestri successivi. Il motivo principale per cui la liquidità cessa di essere un problema è ritrovabile nel “piano di rifinanziamento a lungo termine” (LTRO) effettuato dalla BCE in favore degli istituti bancari richiedenti. Si tratta di un'asta di liquidità con cui la BCE concede un prestito alla banca ad un tasso di interesse vantaggioso⁴⁰ ricevendo in cambio una garanzia sul prestito ricevuto⁴¹. Le due operazioni più importanti sono state effettuate:

- 1) il 22 dicembre 2011, quando 523 banche hanno partecipato all'asta LTRO, richiedendo 489,191 miliardi di euro.
- 2) il 29 febbraio 2012, quando 800 banche hanno partecipato all'asta LTRO, richiedendo 529,53 miliardi di euro.

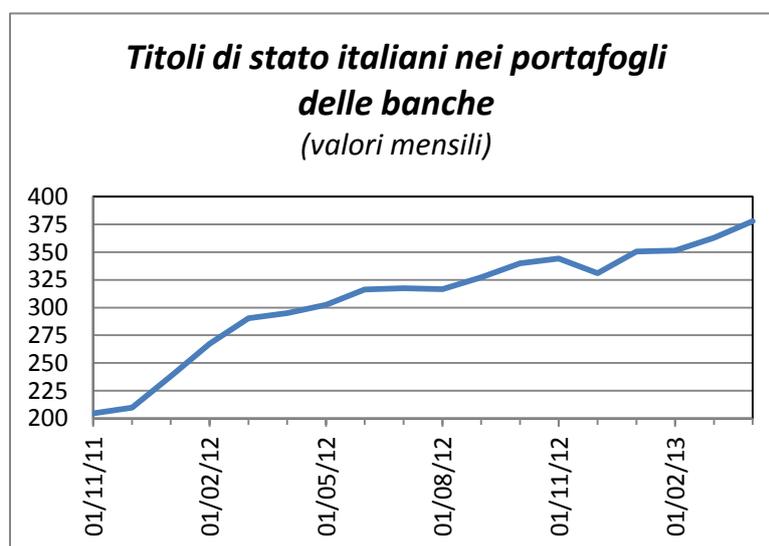
Le due operazioni, iniettando liquidità nel sistema, sono riuscite a rimuovere lo spettro di un'enorme crisi bancaria, che avrebbe avuto un impatto ancora più marcato sul tessuto industriale del nostro Paese, ma non hanno avuto l'effetto di rilanciare l'economia reale. L'obiettivo principale, oltre ovviamente ad evitare default di importanti istituti di credito, era quello di fornire quel capitale necessario alle banche per allentare le condizioni di finanziamento, abbassare i costi e fornire prestiti alle famiglie e soprattutto alle imprese. La “credit view” teorizzata da Ben Bernanke, secondo la quale la politica monetaria può incidere sull'economia attraverso il canale del credito bancario, in Italia non ha avuto esito positivo. Ciò non è dovuto alla fallacia di questa teoria ma piuttosto al comportamento degli istituti bancari italiani che hanno utilizzato la liquidità fornita dalla BCE per acquistare Titoli di Stato piuttosto che per aumentare i prestiti alle imprese (figura 2.6). Così i titoli di Stato italiani presenti nei portafogli delle banche sono quasi

⁴⁰ Il tasso di interesse applicato è pari alla media del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale calcolata nel periodo dell'operazione stessa.

⁴¹ Solitamente come collaterale vengono utilizzati Titoli di Stato anche di Paesi in enormi difficoltà finanziarie come la Grecia.

raddoppiati da Dicembre 2011 (data della prima operazione LTRO) ad Aprile 2013 raggiungendo la cifra di 378 miliardi di Euro attraverso un trend costantemente in aumento. L'alto rendimento dei titoli di Stato, soprattutto dei titoli a lungo termine come i BTP a 10 anni, ha fortemente contribuito alla scelta di investire in questa categoria di titoli, sicuramente meno rischiosi dei prestiti a lungo termine all'economia reale, piuttosto che aumentare i prestiti alle imprese. Agendo come società "profit oriented", le banche e gli altri istituti di credito hanno preferito così non assumersi un rischio troppo elevato e pericoloso per la loro stabilità.

FIGURA 2.6

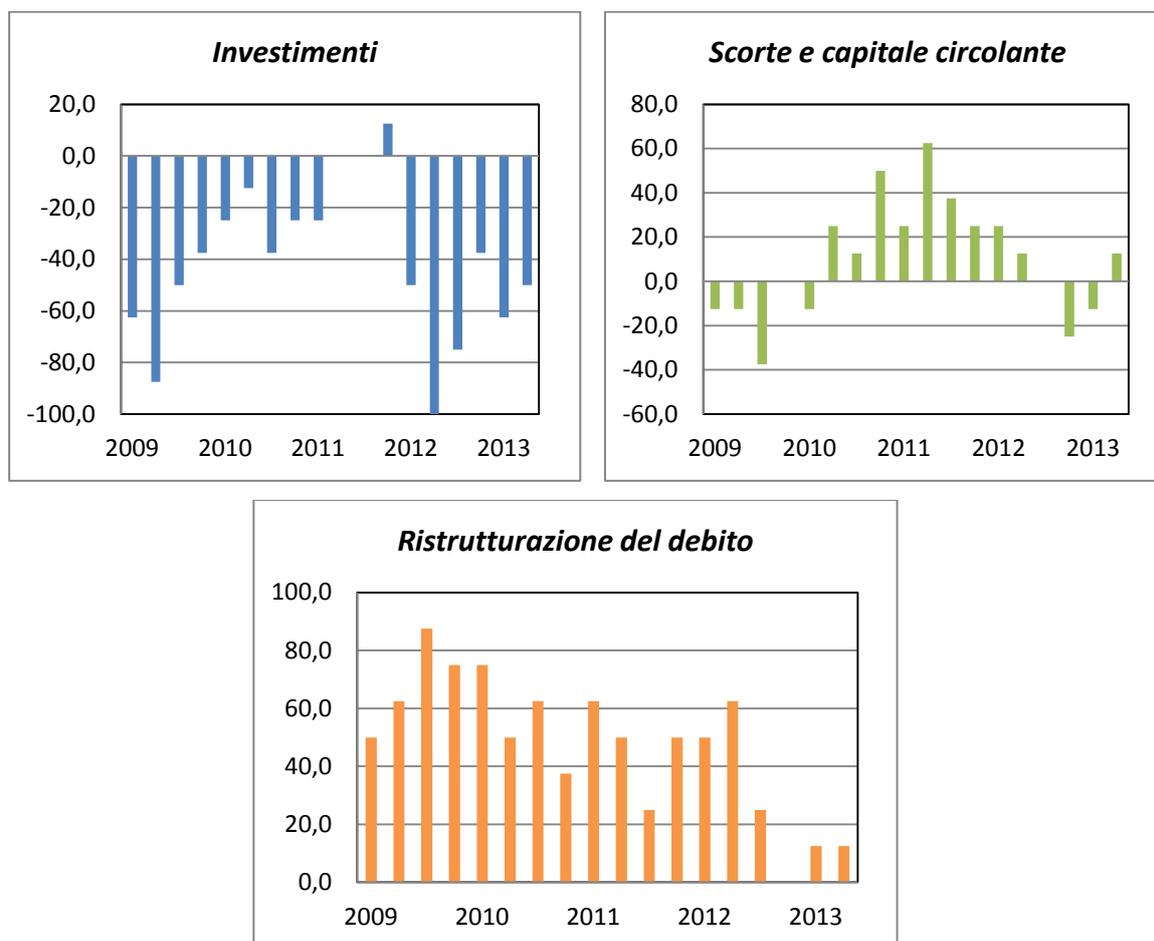


Fonte: Banca d'Italia
I valori sono espressi in miliardi di euro.

Il Bank Lending Survey, oltre a prendere in considerazione variabili che possono condizionare l'offerta di credito bancario, analizza anche quei fattori che, invece, fanno ricadere la causa della diminuzione dei prestiti bancari su una contrazione della domanda di credito⁴². Tale contrazione dipende da diversi fattori riguardanti direttamente le imprese; i principali fattori considerati sono riassunti nella figura seguente (figura 2.7).

⁴² I fattori che condizionano la domanda di credito vengono distinti nel Bank Lending Survey in due diverse categorie: "esigenze di fondi" e "ricorso a fonti di finanziamento alternative". La prima categoria riflette le difficoltà che un'impresa ha nel finanziare progetti di investimento o capitale circolante. La seconda categoria valuta se la contrazione della domanda sia dovuta ad una variazione della struttura finanziaria delle imprese che sostituiscono il capitale fornito dalle banche con altre fonti di finanziamento.

FIGURA 2.7: Fattori che condizionano la domanda di prestiti bancari



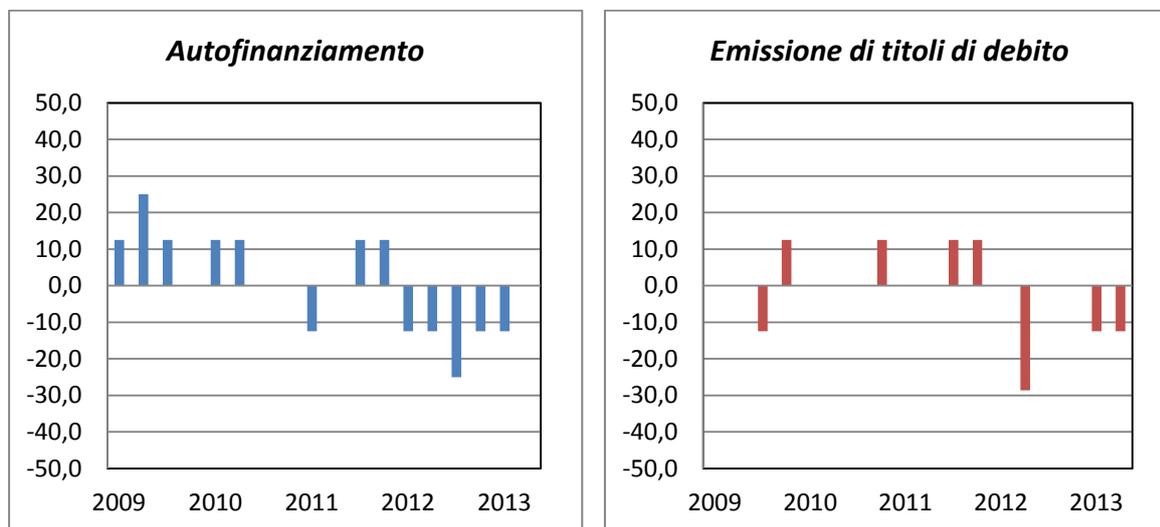
Fonte: Elaborazioni su dati trimestrali Banca d'Italia, Bank Lending Survey

Valori positivi indicano un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. La percentuale netta è calcolata come differenza tra la percentuale delle risposte che indicano una variazione di un dato segno (ad esempio, un "incremento della domanda") e la percentuale di quelle che indicano una variazione di segno opposto (una "diminuzione della domanda").

I dati mostrano come la domanda di credito per gli investimenti sia diminuita nel biennio 2012-2013 in quanto molte imprese, vista la crisi economica, tendono a rimandare i progetti programmati. Ciononostante la domanda di credito si è mantenuta elevata nel 2012 sia per quanto riguarda il finanziamento del capitale circolante e sia per quanto riguarda richieste di ristrutturazione del debito a dimostrazione di come le imprese non possono comunque fare a meno del rapporto con le banche, seppure per bisogni differenti. La variazione della domanda di prestiti bancari risulta essere poco collegato alla scelte delle imprese di altre fonti di finanziamento quali l'autofinanziamento o l'emissioni di titoli obbligazionari e ciò avvalorata la tesi secondo la quale le diverse forme di

finanziamento per le imprese non sono facilmente sostituibili (figura 2.8). Dalla figura si evince chiaramente come le imprese difficilmente possono fare a meno del credito bancario e finanziare i progetti di investimento attraverso altre fonti.

FIGURA 2.8



Fonte: Elaborazioni su dati trimestrali Banca d'Italia, Bank Lending Survey

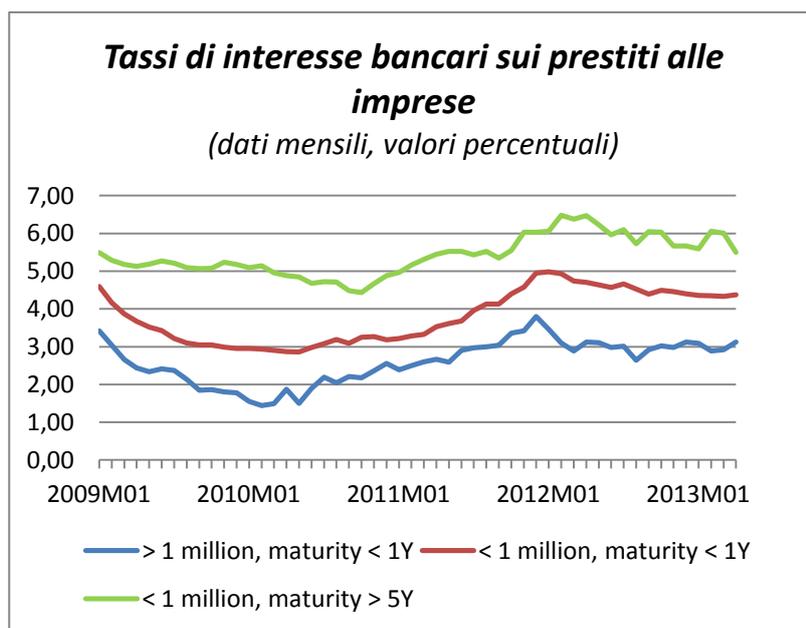
3.4 Il costo di finanziamento per le imprese nel mercato del credito bancario

Dopo aver analizzato quali sono le principali motivazioni che spingono gli istituti di credito a negare il prestito alle imprese italiane, consideriamo ora il costo di finanziamento ossia il tasso di interesse che gli istituti bancari applicano sui prestiti alle imprese in modo da analizzare quali sono le determinanti che provocano la variazione del tasso di interesse richiesto. Come il modello di Holmstrom-Tirole predice⁴³, la domanda di capitale di credito per finanziare un progetto di investimento è inversamente correlato al tasso richiesto dagli istituti. Ciò significa che un aumento del tasso nega l'accesso al credito a quelle imprese che non possono sostenere un costo di finanziamento troppo elevato. Il costo di finanziamento impatta sulla spesa per interessi che a sua volta condiziona la redditività dell'impresa. Costi troppo elevati quindi possono condizionare la sopravvivenze delle imprese stesse. I dati forniti dalla BCE mostrano l'andamento dal

⁴³ Si ricordi come nel modello Holmstrom – Tirole la domanda di capitale di credito bancario era: $I_m(\beta) = P_{HC} / (\Delta p)\beta$ ossia dipendeva negativamente dalla variabile β che indicava il tasso di rendimento richiesto dalla banca.

tasso di interesse armonizzato richiesto dagli istituti di credito a seconda dell'ammontare del prestito e della maturity (figura 2.9). L'ammontare del prestito è preso in considerazione per distinguere prestiti a grandi e piccole imprese; la maturity rispecchia la durata del prestito potendo così analizzare separatamente prestiti a breve o a lungo termine.

FIGURA 2.9



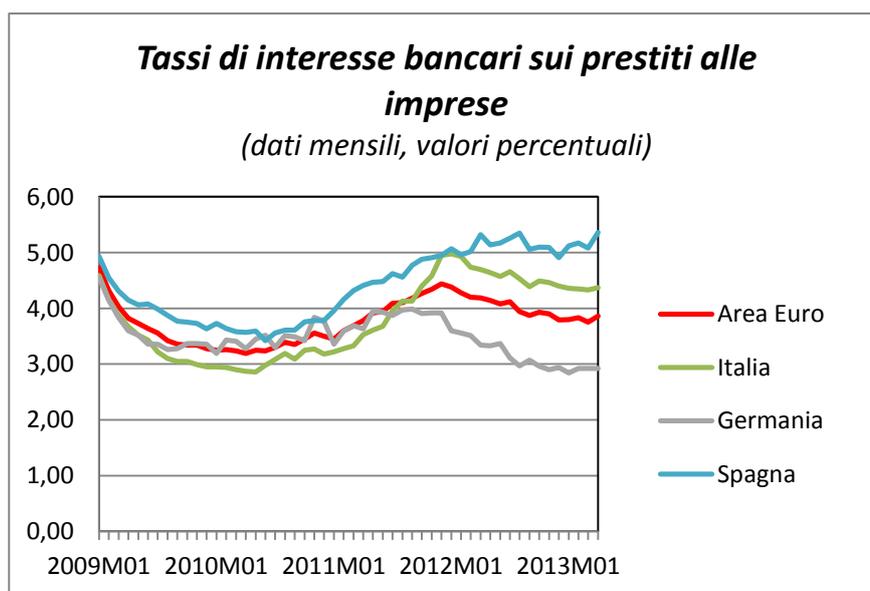
Fonte: Eurostat

I dati si riferiscono ai tassi di interesse armonizzati calcolati dalla BCE sui tassi richiesti dagli istituti di credito per i prestiti alle imprese. I tassi con maturity superiore ai 5 anni si riferiscono a prestiti a lungo termine. I tassi riferiti a prestiti di ammontare inferiore ad 1 milione di euro sono indicativi per i prestiti alle PMI.

I tassi di interesse sui prestiti alle imprese aumentano all'aumentare della maturity, in quanto i prestiti a lungo termine sono generalmente più rischiosi, ed aumentano anche al diminuire del valore del prestito. I prestiti con valore inferiore ad 1 milione di euro, che possono approssimare i prestiti richiesti dalle imprese medie e piccole, con maturity inferiore ad un anno (quindi prestiti a breve termine) vengono concessi dagli istituti italiani a tassi superiori al 4%. I prestiti a breve termine di ammontare superiore ad 1 milione di euro invece, che riguardano prestiti ad imprese più grandi, richiedono un tasso di poco superiore al 3%. Questi dati evidenziano come il costo di finanziamento sia più alto per le PMI le quali si trovano di fronte ad un vincolo di finanziamento maggiore e a

pagare oltre 100 punti base in più rispetto alle grandi imprese sui prestiti richiesti. Per non parlare dei prestiti a lungo termine di ammontare inferiore ad 1 milione di euro che vengono elargiti ad un tasso di oltre il 6%, inaccessibile per le imprese italiane di minor dimensioni. Inoltre è importante evidenziare come lo spread tra tassi su prestiti a breve di ammontare inferiore a 1 milione di euro e tassi su prestiti di ammontare superiore a 1 milione di euro, rimasto in media intorno ai 100 punti base nel biennio 2010-2011, sia aumentato in media oltre i 150 punti base nel 2012 e ad inizio 2013. Ciò significa che i tassi tendono a divergere invece che avvicinarsi tra loro. Per comprendere meglio se i tassi sui prestiti bancari sono allineati ai tassi applicati dagli istituti di credito di altri Paesi dell'Euro Zona riportiamo il confronto con altri Paesi prendendo come riferimento sempre i dati forniti dalla BCE (figura 2.10).

FIGURA 2.10



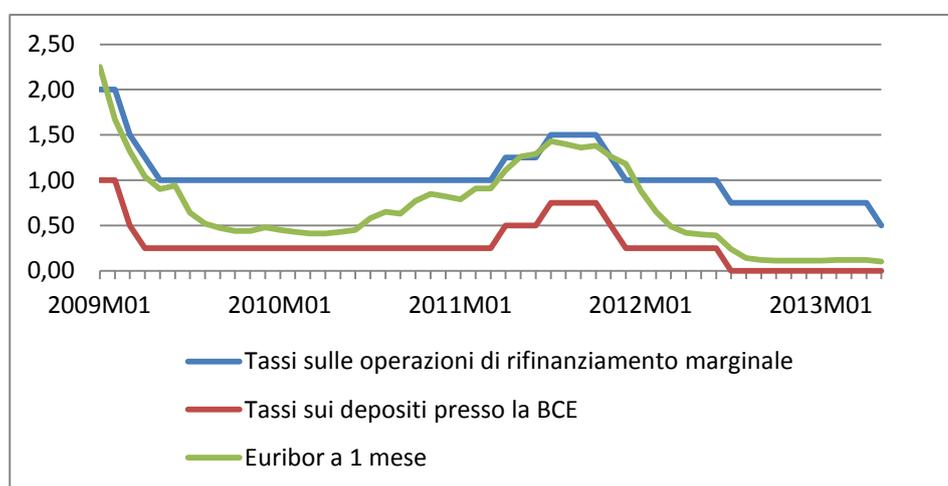
Fonte: Eurostat

I dati si riferiscono a tassi armonizzati applicati dagli istituti di credito su prestiti alle imprese di durata inferiore ad 1 anno e di ammontare inferiore a 1 milione di euro.

Ad inizio 2009 il tasso di interesse sui prestiti era allineato ai tassi medi applicati nell'Area Euro, segnale di un'armonizzazione del costo di finanziamento in diversi Paesi di Europa. Nel biennio 2012-2013 i tassi hanno iniziato a divergere e il costo che nel 2013 le imprese italiane devono sostenere per ottenere un finanziamento è di 50 punti base più alto rispetto all'Euro Zona e addirittura di 150 punti base più alto rispetto al costo di

ottenere un finanziamento in Germania. Il Paese, tra quelli presi in considerazione, dove le imprese si trovano costrette a pagare un tasso maggiore, è la Spagna, dove lo spread con i tassi richiesti in Germania raggiunge i 250 punti base. L'andamento di questo indicatore armonizzato fornito dalla BCE porta alla riflessione su quali possono essere le cause principali che condizionano i tassi di interesse sui prestiti alle imprese richiesti dagli istituti bancari. La politica monetaria espansiva adottata dalla BCE, oltre a fornire liquidità al sistema, si è sempre posta come obiettivo, attraverso una riduzione dei tassi ufficiali di riferimento (figura 2.11), quello di agevolare l'accesso al credito per le imprese attraverso una riduzione del costo di finanziamento per gli intermediari.

FIGURA 2.11

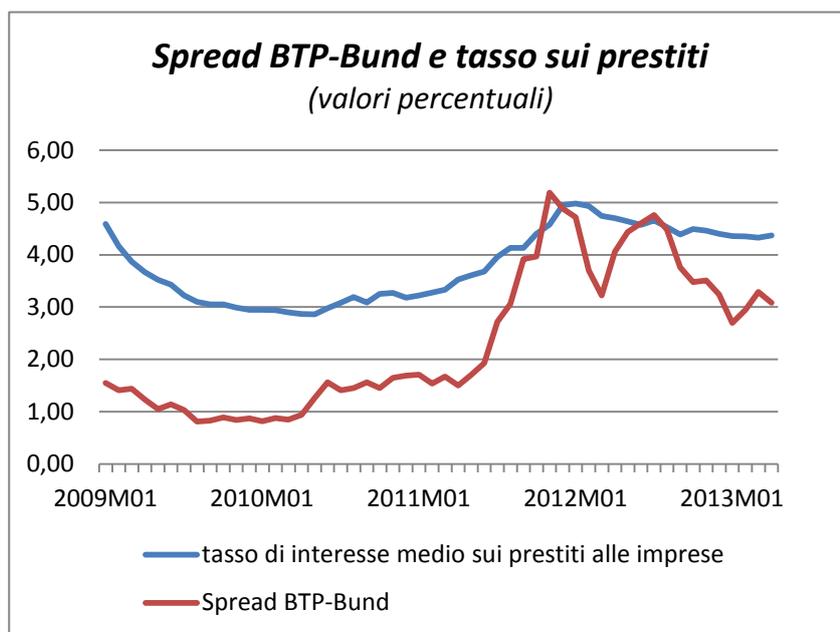


Fonte: BCE
I dati utilizzati sono dati mensili espressi in valori percentuali.

L'EURIBOR, ossia il tasso di interesse di riferimento del mercato interbancario, è sceso ai minimi storici e le banche possono scambiarsi liquidità a tassi quasi irrilevanti (la rilevazione di Maggio 2013 riporta un tasso EURIBOR a un mese pari allo 0,10%). La discesa di questo tasso ha evitato un blocco dello scambio di liquidità tra le banche che poteva condizionare l'attività bancaria. L'obiettivo della BCE non sembra però essere stato raggiunto in quanto i prestiti alle imprese non sono aumentati. Ritorna in mente la teoria della "money view" secondo la quale attraverso una politica monetaria espansiva, gli investimenti corporate aumentavano attraverso una riduzione del tasso di interesse,

trascurando il ruolo del mondo dell'intermediazione creditizia⁴⁴. Così evidentemente non è stato, e le scelte di investimento da parte degli istituti di credito hanno condizionato l'andamento dei tassi sui prestiti alle imprese in Italia. Il tasso di interesse che le banche applicano è “multidimensionale” e non dipende soltanto dal costo di finanziamento per le banche stesse. Se così fosse, la politica monetaria condotta dalla BCE avrebbe avuto sicuramente successo. La scelta del tasso da applicare sui prestiti alle imprese dipende anche da altri fattori. La ricerca empirica⁴⁵ ha mostrato come la variazione dei tassi di interesse richiesti per i prestiti alle imprese possa dipendere dalla variazione dello spread sui titoli di Stato rispetto ai Bund tedeschi (figura 2.12) legando in qualche modo la crisi della finanza pubblica italiana con i credit crunch.

FIGURA 2.12



Fonte: elaborazione dati BCE
I dati utilizzati sono dati mensili espressi in valori percentuali.

Dal grafico si evince come l'andamento ascendente nel biennio 2010-2012 del tasso sui prestiti ha seguito l'andamento ascendente dello spread nello stesso periodo, risentendo della crisi dei debiti sovrani. Lo stesso tasso ha subito una flessione proprio ad

⁴⁴ La teoria della “credit view” di Ben Bernanke, analizzata nel capitolo I, sembra essere empiricamente più valida se consideriamo l'andamento dei prestiti in Italia dal 2011 al 2013, in quanto esalta maggiormente il ruolo decisivo delle scelte di investimento delle banche e gli effetti sull'economia reale.

⁴⁵ Edda Zolli, “Italian Sovereign Spread: Their Determinants and Pass-through to Bank Funding Costs and Lending Condition”, IMF Working Paper, Aprile 2013.

inizio 2012, quando la crisi del debito si è parzialmente pacata. Infatti dal 2012 sia il tasso medio sui prestiti alle imprese e sia lo spread (quest'ultimo in maniera più volatile) sembrano percorrere un trend discendente.

Le motivazioni per cui il tasso analizzato e lo spread seguono andamenti simili sono diverse. Innanzitutto la tensione sui mercati dei titoli di Stato tende a peggiorare le condizioni di provvista da parte degli intermediari, insieme al loro profilo di rischio, e ciò accade principalmente in quei Paesi che impegnano molte risorse pubbliche a supporto delle istituzioni finanziarie; infatti uno Stato con alto profilo di rischio ha una minore capacità di supportare il sistema bancario, se necessario⁴⁶. Oltre a ciò le banche italiane vedono i Titoli di Stato a lungo termine come una possibilità di investimento molto redditizia, visto l'aumento del rendimento da loro offerto dalla metà del 2011, e preferiscono come scelta di investimento aumentare l'esposizione verso i Titoli di Stato italiani invece di elargire prestiti alle imprese e all'economia reale (si veda la figura 6 sul valore dei Titoli di Stato presenti nei portafogli delle banche). Visto che il costo di finanziamento delle imprese è un rendimento per gli intermediari, tale tasso non può che aumentare con l'aumento dello spread sui Titoli di Stato a lungo termine. La ricerca ha dimostrato come i cambiamenti nello spread hanno degli effetti sui costi di finanziamento. In particolare il 30-40% dell'aumento dello spread è trasmesso ai tassi di finanziamento delle imprese entro 3 mesi, mentre il 50-60% viene trasmesso entro sei mesi con una percentuale più alta per i prestiti alle imprese più piccole⁴⁷. Inoltre le banche italiane, dopo la crisi del debito sovrano, hanno ridotto i prestiti alle imprese in misura maggiore rispetto a quanto fatto dalle banche estere presenti in Italia; il confronto vede una riduzione dei prestiti per le banche italiane del 3% in più, con un aumento del tasso di interesse richiesto di circa 20 punti base in più rispetto alle banche estere, evidenziando come la crisi del debito colpisce maggiormente la percezione del rischio degli intermediari italiani⁴⁸. Il fatto che le imprese italiane che aprono linee di finanziamento con istituti di credito

⁴⁶ La correlazione tra i CDS spread delle maggiori banche italiane e lo spread sui titoli di Stato a 10 anni è stimata allo 0,6 tra Luglio 2011 e Ottobre 2012.

⁴⁷ I risultati proposti vengono ottenuti da Edda Zolli in "Italian Sovereign Spread: Their Determinants and Pass – through to Bank Funding Costs and Lending Condition" attraverso la stima di un VAR con dati mensili da Gennaio 2006 a Settembre 2012. Le variabili endogene utilizzate sono il tasso richiesto per i prestiti alle imprese, lo spread sui titoli governativi a 10 anni e la media degli spread sui CDS delle 5 banche italiane più grandi.

⁴⁸ La distinzione tra banche italiane e banche estere sull'attività di prestito all'economia reale viene trattata da Marcello Bofondi, Elisa Carpinelli ed Enrico Sette nel Working Paper: "Credit supply during a sovereign debt crisis", analizzando 670000 legami banca-impresa tra Dicembre 2010 e Dicembre 2011.

italiani difficilmente tendono a sostituirle con finanziamenti di banche estere, porta a concludere che l'impatto di questo credit crunch sull'economia reale è significativo e il comportamento delle banche italiane ha limitato molto gli investimenti delle imprese. Inoltre l'aumento dei Titoli di Stato italiani nei portafogli delle banche, considerati un investimento redditizio, espone maggiormente i bilanci bancari a delle svalutazioni dei Titoli stessi durante un aumento dei tassi di interesse sui titoli governativi, condizionando ancor di più il tasso richiesto sui finanziamenti e quindi la capacità delle banche di concedere prestiti all'attività reale.

Abbiamo in conclusione visto quali sono le principali determinanti che possono condizionare il costo di finanziamento per le imprese in Italia. Abbiamo inoltre osservato quale è stato il comportamento degli intermediari sulle decisioni di prestito alle imprese e l'impatto che ciò ha avuto sull'economia reale vista la struttura finanziaria delle imprese e vista la dipendenza con il settore bancario. Non solo il forte legame banca – impresa in Italia ha sicuramente condizionato la performance del nostro tessuto industriale, ma la difficoltà che hanno le imprese nel sostituire la struttura finanziaria e il vincolo di finanziamento al quale sono sottoposte, ne hanno ancor di più acuito gli effetti. Il fatto che il sistema industriale italiano sia formato maggiormente dalle PMI rende inevitabile un'analisi della situazione finanziaria delle imprese di minori dimensioni.

4 L'accesso al finanziamento esterno: un vincolo rilevante per le PMI

4.1 L'impatto del credit crunch sulle imprese più dipendenti dal finanziamento bancario: il ruolo delle piccole e medie imprese

Abbiamo visto come il credito al settore privato si deteriora durante una crisi bancaria, così come l'output aggregato. L'analisi dell'andamento dei prestiti alle imprese e degli investimenti, però, non è una evidenza diretta del fatto che sia la crisi bancaria stessa a generare la riduzione dei progetti di investimento delle imprese. Infatti gli stessi shock esogeni che causano i problemi alle banche possono contemporaneamente accrescere l'incertezza nel sistema, portando le imprese a ritardare gli investimenti, o possono condizionare i bilanci delle imprese stesse con conseguente aumento delle asimmetrie informative, portando anche le banche più solide a negare i prestiti alle imprese più rischiose⁴⁹. Così la riduzione dell'output aggregato non dipenderebbe più direttamente dalle crisi bancarie ma addirittura ne sarebbe la causa. Il problema che si verifica è la difficoltà ad individuare una direzione univoca di causalità con conseguente difficoltà nel catturare gli effetti reali di una crisi bancaria. La letteratura del “bank credit channel” ha cercato di trovare una soluzione al problema partendo da una premessa: se le imprese più dipendenti dal finanziamento esterno sono colpite più duramente dopo una crisi bancaria, allora tale crisi ha un effetto negativo e indipendente sull'attività reale. Tale dipendenza può essere misurata in vari modi; ad esempio Rajan e Zingales (1998) consideravano la parte di investimenti non finanziata dalle risorse interne come una proxy della dipendenza dal finanziamento esterno arrivando a concludere che i settori maggiormente esposti a tale finanziamento sono anche quelli più sensibili alle vicende che coinvolgono il sistema finanziario, vicende che ne condizionano i tassi di crescita⁵⁰. Una misura alternativa della dipendenza esterna consiste nell'analizzare la situazione delle piccole e medie imprese considerando il fatto che queste imprese sono quelle più dipendenti dal finanziamento bancario. Infatti le grandi imprese possono fare affidamento, per ottenere le risorse che servono a finanziare gli investimenti, sul mercato dei capitali, sia nazionale che

⁴⁹ Si consideri in questo caso il comportamento delle banche, definito “flight-to-quality”, che non porta alla riduzione generale dei prestiti ma porta al cambiamento delle scelte di investimento, aumentando il credito verso le imprese che sono meno rischiose o meno colpite dallo shock esogeno.

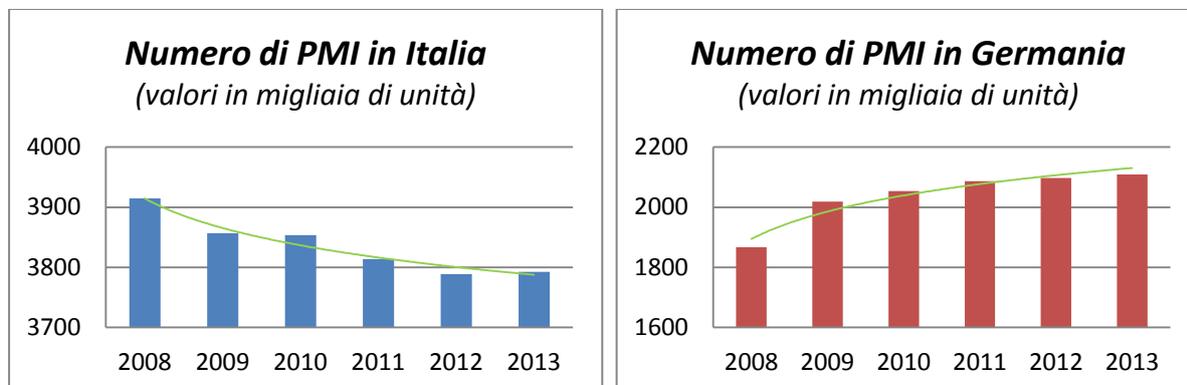
⁵⁰ Raghuram G. Rajan e Luigi Zingales in “Financial Dependence and Growth”, 1998, analizzano la dipendenza dal finanziamento esterno per differenti tipologie di industrie in Paesi che differiscono per la struttura del sistema finanziario.

internazionale, emettendo svariati strumenti finanziari. I risultati empirici dovrebbero quindi mostrare come le PMI siano colpite in misura maggiore data una contrazione dei prestiti bancari e come quindi la dimensione dell'impresa sia una variabile che spiega l'effetto delle crisi bancarie sull'output. La ricerca fornita da Dell'Ariccia e al. (2008) giunge proprio a queste conclusioni. Utilizzando la media del numero di addetti per stabilimento in un'impresa come proxy per la dimensione dell'impresa stessa, l'autore testa se le imprese con una media maggiore, ossia le grandi imprese, subiscono delle contrazioni minori rispetto a quelle con una media di addetti per stabilimento minore, ossia le PMI. Il risultato per la tale variabile è significativo ed effettivamente le imprese più grandi tendono a crescere di più rispetto alle imprese più piccole durante una crisi bancaria⁵¹. Tale risultato può essere interpretato come una evidenza del "bank lending channel" e quindi della non neutralità del ruolo delle banche sui risultati economici delle imprese nei periodi di crisi. Per comprendere meglio quale sia stato l'effetto della recente crisi finanziaria sul tessuto industriale possiamo quindi rivolgere l'attenzione proprio al mondo delle piccole e medie imprese le quali costituiscono la maggioranza delle imprese presenti nel sistema economico italiano. La dimensione ridotta delle PMI costituisce un vincolo di finanziamento maggiore e nei periodi di crisi bancarie, tali imprese dovrebbero soffrire maggiormente ed avere più difficoltà a trovare fonti di finanziamento. La teoria del "bank lending channel" sottolinea proprio il ruolo delle banche nel sostenere queste realtà più piccole le quali, senza un sostegno finanziario, cessano di esistere, con impatti molto forti sull'output aggregato e su altre variabili macroeconomiche. L'analisi della situazione delle PMI in Italia porta a comprendere meglio qual è stato l'impatto della crisi su tale realtà e quali sono le motivazioni più importanti che hanno condotto a tale risultato. Dal 2008 il numero di PMI in Italia è diminuito a dimostrazione di come tale settore abbia risentito della crisi economica, cosa che non è successa in Germania, nostro principale concorrente, dove il trend del numero di piccole e medie imprese è ascendente. Ciononostante bisogna notare come il peso delle PMI sul tessuto industriale sia molto più elevato in Italia, dove circa il 70% del valore prodotto deriva dalle imprese più piccole,

⁵¹ Il criterio dimensionale utilizzato da Giovanni dell'Ariccia e al. in "The real effect of banking crises" utilizza la proxy dimensionale moltiplicandola per una variabile dummy di controllo in modo da isolare l'effetto di una crisi bancaria rispetto a crisi di diversa natura.

rispetto al contributo delle PMI in Germania, poco più del 50% del valore prodotto⁵² (figura 3.1).

FIGURA 3.1



Fonte: Commissione Europea

I dati sono estrapolati dal database per il Report Annuale sulle PMI fornito dalla Commissione Europea.

Il peso sull'economia nazionale delle PMI in Italia rende ancora più gravoso l'impatto di una diminuzione del numero delle imprese di minor dimensione sulla tenuta industriale italiana. Il fatto che il tessuto imprenditoriale italiano sia fortemente caratterizzato dalle PMI non può far altro che portare a porre maggiormente l'attenzione su queste imprese più piccole, ma che nel complesso contribuiscono, attraverso i loro investimenti, ad una gran parte della crescita del prodotto della Nazione.

Per comprendere come si può intervenire per sostenere le PMI bisogna innanzitutto analizzare le principali cause che hanno contribuito maggiormente alla chiusura di molte imprese per vedere anche se la struttura finanziaria e la dipendenza dal settore bancario hanno giocato un ruolo decisivo. La BCE fornisce semestralmente proprio un sondaggio riguardante l'accesso al finanziamento delle PMI insieme alle principali variazioni della loro struttura finanziaria e ciò può aiutarci a comprendere quanto le difficoltà ad accedere alle diverse fonti di finanziamento siano state deleterie per le imprese di minori dimensioni⁵³.

⁵² Le percentuali indicate sono riferite al rapporto tra il valore prodotto dalle PMI e il valore totale prodotta dalle imprese. Tale rapporto viene calcolato sui dati riportati dalla Commissione Europea sulle PMI.

⁵³ Il sondaggio "Access to finance of SMEs in the euro area", condotto dalla BCE, si riferisce alle imprese di tutta l'area euro e riguarda domande circa la struttura finanziaria delle imprese e la necessità di fonti esterne per finanziare progetti di investimento. Il sondaggio raggruppa i risultati a seconda della dimensione delle imprese e dei Paesi dell'UE. I dati raccontati fanno riferimento al sondaggio Aprile – Settembre 2012.

4.2 La struttura finanziaria delle PMI e il ruolo del finanziamento esterno

Il sondaggio sulle PMI in Italia divide le imprese nel modo seguente:

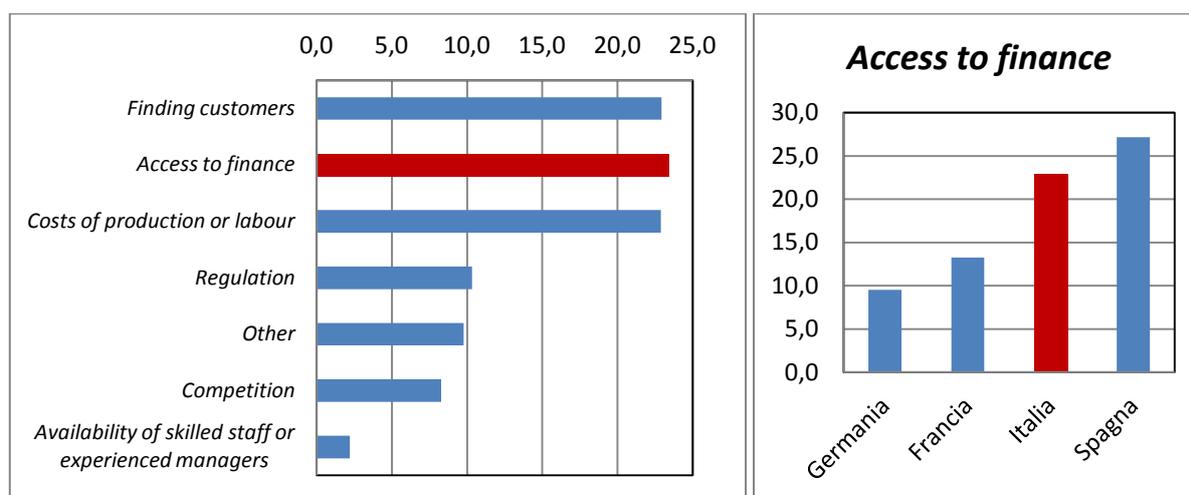
	da 1 a 9 dipendenti	da 10 a 49 dipendenti	da 50 a 249 dipendenti	249 o più dipendenti	Totale	Numero di imprese non ponderato
Grandi	0	0	0	100	100	100
PMI	62	24	15	0	100	900
..Micro	100	0	0	0	100	300
..Piccole	0	100	0	0	100	300
..Medie	0	0	100	0	100	300

Si può osservare come per PMI si intendono quelle imprese che hanno un numero di dipendenti inferiore a 249 e nel sondaggio la maggioranza delle imprese, il 62%, sono addirittura imprese di dimensioni molto ridotte con un numero di addetti inferiore a 9. In totale le PMI considerate sono 900, un campione sicuramente ridotto rispetto al numero delle PMI in Italia ma sicuramente significativo per quanto riguarda le conclusioni che si possono trarre dal sondaggio. Le grandi imprese infine vengono considerate come termine di paragone in modo da poterne osservare le differenze con le PMI. Per quanto riguarda il settore al quale appartengono le imprese considerate, si evidenzia il giusto mix tra industria, costruzioni, trade e servizi, con una percentuale maggiore di imprese appartenenti al settore servizi visto che proprio tale settore è quello che predomina nell'intero panorama delle PMI. Tutto questo per fare in modo di non distorcere i risultati ottenuti legandoli all'andamento di una particolare settore economico⁵⁴, cosa che sicuramente condizionerebbe i risultati. Anche per quanto riguarda l'età delle imprese, si tende a prendere in considerazione maggiormente quelle imprese che hanno iniziato l'attività da oltre 10 anni in modo da non prendere in considerazione le nuove imprese, nate da poco ed ovviamente con maggiori difficoltà nell'accedere a fonti di finanziamento.

I problemi che devono affrontare le PMI sono diversi ma ce ne sono alcuni predominanti (figura 3.2).

⁵⁴ Come precisazione industria 18%, costruzioni 11%, trade 19%, servizi 53%.

FIGURA 3.2



Fonte: Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises - April 2012 to September 2012

Vediamo dal grafico come oltre il 23% delle piccole e medie imprese in Italia, nel periodo di tempo considerato, indica l'accesso al finanziamento come il problema più importante nonostante tra i vari problemi indicati vi sono alcuni, come il costo del lavoro, che in Italia hanno un peso molto alto rispetto ad altri Paesi dell'Euro Zona⁵⁵. Il dato sull'accesso al finanziamento va ben oltre la media dell'Euro Zona e il confronto con alcuni Paesi evidenzia come solo le PMI in Spagna si trovano in una situazione peggiore. Se guardiamo i dati della concorrente Germania, meno del 10% delle PMI tedesche indica l'accesso al finanziamento come un problema rilevante. La difficoltà nell'accesso alle risorse di finanziamento, sia sotto forma di debito che di capitale di rischio, è dovuta principalmente ai fallimenti del mercato creati da situazioni di asimmetria informativa. In primo luogo la volatilità della redditività e delle possibilità di sopravvivere per le PMI è maggiore rispetto alle grandi imprese. I finanziatori chiederanno così un premio al rischio più elevato (abbiamo visto come le banche richiedano tassi di interesse più alti per prestiti di minore entità, i quali caratterizzano proprio i prestiti alle PMI) o comunque maggiori garanzie. In secondo luogo le asimmetrie informative saranno sicuramente maggiori per le imprese più piccole rispetto a quelle più grandi che hanno una storia creditizia più forte e redigono bilanci ed altri documenti in maniera più chiara e trasparente. Questa difficoltà

⁵⁵ Il costo del lavoro in Italia è un problema molto rilevante se paragonato agli altri Paesi europei o dell'OCSE. I dati dell'OCSE riportano per il 2012 un cuneo fiscale (definito come la differenza tra il costo del lavoro sostenuto dall'impresa e la retribuzione netta) pari al 53,5% per l'Italia, mentre per i Paesi europei lo stesso dato è pari al 41,5%. Ancora minore è il dato per i Paesi OCSE pari al 35,3%.

porta all'annullamento di progetti di investimento e anche a riflessi sul risultato economico dell'esercizio (tabella 3.1).

TABELLA 3.1

Margine di profitto	<i>Aumentato</i>	<i>Non variato</i>	<i>Diminuito</i>	Totale	Percentuale netta
Grandi imprese	21	27	52	100	-31%
PMI	7	27	67	100	-60%

*Fonte: Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises - April 2012 to September 2012
La percentuale netta è data dalla differenza tra la percentuale di imprese che hanno dichiarato un aumento del margine di profitto e quelle che hanno dichiarato una diminuzione.*

Appare chiaro, però, come l'impatto sulla redditività dell'impresa sia stato molto più accentuato per le PMI che per le imprese di maggiori dimensione. Il margine di profitto è aumentato soltanto per il 7% delle PMI oggetto del sondaggio mentre oltre il 20% delle grandi imprese ne indica un aumento⁵⁶. Oltre al margine di profitto, chiaramente diminuito, la spesa per interessi, valutata nel sondaggio, è aumentata per il 60% delle PMI; l'aumento della spesa di interessi, costo non operativo, è causato sicuramente da un maggiore costo delle linee di finanziamento ed incide negativamente sulla redditività delle imprese. La spesa per interessi può considerarsi un vero e proprio "peso" sulla capacità delle imprese di finanziarsi autonomamente ed essendo un dato finanziario, può deprimere anche quelle imprese che ricavano dei profitti sulla gestione caratteristica.

L'analisi della struttura finanziaria delle PMI consente di vedere se le fonti di finanziamento siano facilmente sostituibili o meno e se il ricorso a fonti alternative al capitale fornito dalle banche abbiano in un certo senso compensato il crollo dei prestiti bancari per questa categoria di imprese. Partendo prima di tutto dall'autofinanziamento, possiamo vedere come la maggioranza delle PMI indicano tale fonte di finanziamento come non rilevante per l'impresa in quanto probabilmente non capace di finanziare alcun progetto di investimento (Tabella 3.2).

⁵⁶ La differenza per classe dimensionale delle imprese avvalorava l'ipotesi secondo cui le aziende più dipendenti dal finanziamento esterno sono colpite maggiormente nei periodi di crisi bancaria. Tale risultato vale anche per le imprese italiane.

TABELLA 3.2

Reddito non distribuito e vendita di asset	<i>utilizzato nei passati 6 mesi</i>	<i>non utilizzato nei passati 6 mesi</i>	<i>fonte di finanziamento irrilevante per l'impresa</i>
Grandi imprese	27	37	35
PMI	20	25	55

Fonte: Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises - April 2012 to September 2012

La capacità di finanziare progetti di investimento tramite autofinanziamento è molto più rilevante per le grandi imprese le quali hanno una redditività sicuramente più costante e meno volatile. Ciononostante il 37% delle grandi imprese non ha utilizzato tale fonte di finanziamento nel periodo considerato, dato l'impatto negativo sulla capacità di generare cash flow dovuto alla crisi economica. Il finanziamento di progetti di investimento richiede comunque l'utilizzo di altre fonti le quali abbiamo più volte ribadito come non siano perfettamente sostituibili tra di loro e con il finanziamento internamente generato. Partendo dall'emissione di obbligazioni e quindi dal ricorso al mercato finanziario possiamo osservare come la maggioranza delle imprese in Italia non utilizza questo strumento finanziario e le poche imprese che ne fanno ricorso sono quelle di maggiori dimensioni (Tabella 3.3).

TABELLA 3.3

Emissione di obbligazioni	<i>utilizzato nei passati 6 mesi</i>	<i>non utilizzato nei passati 6 mesi</i>	<i>fonte di finanziamento irrilevante per l'impresa</i>
Grandi imprese	2	21	77
PMI	3	5	90

Fonte: Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises - April 2012 to September 2012

Il ricorso al mercato finanziario possiamo osservare come sia irrilevante per il 90% delle PMI. L'apertura alla finanza diretta di queste imprese di minori dimensioni è un tema molto dibattuto nel 2012 vista la crisi bancaria e l'effettiva possibilità, che devono avere queste imprese per sopravvivere, di emettere strumenti finanziari che diminuiscono

il forte legame banca – impresa presente in Italia e contemporaneamente consentono di finanziare progetti altrimenti da rimandare o addirittura annullare. La struttura finanziaria delle imprese italiane, sia grandi che piccole, abbiamo in precedenza visto come riporti un peso dei titoli come fonte di finanziamento molto ridotto, ma ciò non toglie che in periodi di credit crunch una così alta percentuale di imprese che non prende proprio in considerazione l’emissione di titoli non è tollerabile.

Oltre all’autofinanziamento e al finanziamento attraverso il ricorso al mercato dei capitali, i risultati più importanti e più significativi del sondaggio riguardano proprio il rapporto che le imprese hanno con il mondo delle banche e quindi il legame inscindibile che condiziona soprattutto l’output delle PMI. Il legame – banca impresa abbiamo visto nel precedente capitolo come condizioni in linea generale tutte le imprese quando le banche attuano strette creditizie; anche le conclusioni che si possono trarre dai dati rispecchiamo questa tesi (tabella 3.4).

TABELLA 3.4

Credito bancario	<i>utilizzato nei passati 6 mesi</i>	<i>non utilizzato nei passati 6 mesi</i>	<i>fonte di finanziamento irrilevante per l'impresa</i>		
Grandi imprese	58	26	15		
PMI	36	42	22		
Necessità di credito bancario	<i>Aumentata</i>	<i>Non variata</i>	<i>Diminuita</i>	<i>Non applicabile</i>	<i>Percentuale netta</i>
Grandi imprese	15	50	16	18	-1%
PMI	23	51	8	18	15%

Fonte: Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises - April 2012 to September 2012

Possiamo vedere come il finanziamento tramite credito bancario sia stato utilizzato molto di più dalle grandi imprese, 58%, che dalle PMI, 36%. Evidentemente le crisi bancarie colpiscono maggiormente le imprese di minori dimensioni, come anche il modello di Holmstrom – Tirole predice. Sono proprio le imprese più piccole quelle alle quali viene negato il credito, soprattutto per il fatto che le garanzie che l’impresa stessa può offrire sono minori e si deteriorano nei momenti di crisi economica. Infatti i dati del sondaggio riportano un utilizzo del credito garantito maggiore per le PMI rispetto alle grandi imprese, solo il 10% delle quali ricorre al credito con garanzie. La riduzione di

credito bancario certamente non dipende dall'utilizzo da parte delle PMI di altre fonti di finanziamento visto che la necessità di credito bancario è maggiore per le imprese di minori dimensioni, per le quali la differenza tra le imprese la cui necessità è aumentata e le imprese la cui necessità è diminuita raggiunge il 15%. Lo stesso dato per le grandi imprese è addirittura negativo, -1%, a dimostrazione del fatto che sono proprio le PMI le imprese più dipendenti dal finanziamento bancario, ed è proprio il confronto tra necessità ed effettivo utilizzo che avvalorata tale tesi. Le motivazioni che nel sondaggio le imprese indicano come determinanti per la disponibilità di finanziamenti esterni sono diverse. Tra i vari fattori considerati fortemente deteriorati dalle imprese troviamo non solo, e direi ovviamente, l'outlook economico generale che condiziona la disponibilità di finanziamento esterno ma anche, e più importante, la volontà delle banche di fornire prestiti alle imprese, anch'essa deteriorata nei sei mesi considerati nel sondaggio. Per non parlare della volontà degli investitori esterni di fornire fondi attraverso strumenti di debiti o equity, dato addirittura considerato non applicabile da più dell'80% delle imprese, a dimostrazione del fatto che il mercato di capitali sia praticamente inutilizzato dalla maggioranza delle imprese in Italia.

Tornando al rapporto banca – impresa, nel sondaggio la BCE considera anche i termini e le condizioni del finanziamento bancario e ne valuta l'incremento o la diminuzione rispetto ai sei mesi precedenti. Abbiamo visto all'inizio del capitolo un confronto con le PMI tedesche, la cui forte crescita contribuisce logicamente ad un aumento degli investimenti e quindi dell'output aggregato. Vediamo ora un confronto proprio tra Germania e Italia riguardo i termini e le condizioni di finanziamento sondati dalla BCE nel periodo Aprile – Settembre 2012 (Tabella 3.5).

TABELLA 3.5

Termini e condizioni del finanziamento bancario per le PMI				
<i>(percentuale netta)</i>				
	<i>Livello di tasso di interesse</i>	<i>Costi di finanziamento diversi dal tasso</i>	<i>Ampiezza del finanziamento</i>	<i>Garanzie richieste</i>
Italia	69,9%	73,2%	-12,0%	39,1%
Germania	-30,6%	15,3%	8,2%	25,4%

Fonte: Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises - April 2012 to September 2012. La percentuale netta è calcolata come la differenza tra la percentuale di imprese che ha risposto che la banca ha aumentato il valore del termine o della condizione e la percentuale di imprese che invece ha risposto che la banca ha diminuito tale valore.

I termini e le condizioni considerate sono peggiorate enormemente per la maggior parte delle PMI in Italia. Soprattutto il tasso di interesse e i costi di finanziamento sono aumentati per quasi tutte le imprese, mentre in Germania il tasso di interesse è diminuito. Anche l'ampiezza del finanziamento, intesa come disponibilità di credito è diminuita per l'Italia e aumentata per la Germania. Come si può obiettare che queste variabili finanziarie non abbiamo condizionato gli investimenti delle imprese di minori dimensioni? È evidente come la struttura finanziaria in primis e il legame banca – impresa in secondo luogo, soprattutto in Italia che è più forte, condizionino l'attività reale aggregata. Questo significa che le soluzioni al problema devono essere trovate anche in questo senso, ossia cercando di trovare quelle soluzioni che cambino la struttura finanziaria delle imprese e che rendano meno legate le imprese ai credit crunch. Questo anche alla luce della risposta all'ultimo quesito del sondaggio analizzato finora, riguardante le prospettive future del finanziamento bancario che solo per il 12% delle PMI migliorerà. Troppo poco per avere effetti positivi sulla crescita.

4.3 *Le possibili misure a sostegno della struttura finanziaria delle PMI*

Che le piccole e medie imprese abbiano difficoltà maggiori per quanto riguarda l'accesso al finanziamento è cosa ormai assodata. Le PMI non possono offrire importanti garanzie e le asimmetrie informative, presenti nel mercato dell'intermediazione, diventano ancora più forti per le imprese di minori dimensioni. Nonostante ciò, abbiamo anche visto la dipendenza delle imprese italiane, grandi e piccole, dal mercato bancario e dal credito sia a breve che a lungo termine. Soprattutto il peso del credito a breve termine rende l'impresa soggetta ai costi di rifinanziamento del debito, assolutamente non irrilevanti. Le misure per risolvere questo tipo di problema devono essere trovate in quanto abbiamo visto quanto contribuiscono le PMI alla crescita della Nazione. Le misure che analizzeremo sono di due tipi differenti: la prima tende al miglioramento del rapporto banca – impresa e al conseguente miglioramento della struttura finanziaria delle PMI. La seconda invece riguarda un parziale allontanamento delle imprese dal mondo dell'intermediazione con conseguente possibilità di rendere più accessibile il mercato di capitali alle imprese più piccole.

La prima misura consiste nel valorizzare i “Confidi”, consorzio italiano di garanzia collettiva dei fidi che svolge attività di prestazione di garanzie per aiutare le PMI nell’accesso a finanziamenti destinati ad attività produttive⁵⁷. I confidi sono una particolare categoria di “credit guarantee schemes” utilizzati non solo in Italia ma in molti Paesi sia sviluppati sia in via di sviluppo. Possiamo distinguere due tipologie di “credit guarantee schemes”: una consiste proprio in associazioni di prenditori di fondi caratterizzati da “financial constraints” i quali condividono il rischio sul debito contratto (è questo il caso dei Confidi in Italia). Un’altra tipologia consiste nei “public guarantee schemes” finanziati da autorità regionali o nazionali, schema maggiormente utilizzato nei Paesi in via di sviluppo. L’utilizzo di questa particolare forma di finanziamento ha effetti sia per le imprese, sia per le banche. Dal punto di vista delle imprese, il “credit guarantee scheme” può portare ad un maggiore credito elargito, soprattutto per quelle che non possono far fronte alle garanzie richieste dalle banche. Dal punto di vista della banca, se la garanzia copre la maggioranza del prestito, l’incentivo al monitoraggio è minore e quindi anche i costi di screening. I problemi di moral hazard e adverse selection possono essere così ridotti quando c’è la presenza di una garanzia sul prestito. Affinché questa tipologia di credito garantito possa risolvere i problemi di accesso al finanziamento delle imprese di minori dimensioni, se ne devono studiare gli effetti che si sono verificati per le imprese che hanno già adottato un “credit guarantee scheme”. Uno studio econometrico condotto da Alessio D’Ignazio e Carlo Menon (Febbraio 2013)⁵⁸ fornisce le conclusioni cercate. L’analisi mette a confronto le imprese che non hanno usufruito del programma con quelle che invece lo hanno utilizzato, focalizzando l’attenzione sul programma regionale di garanzia del credito adottato da alcune regioni italiane nel 2008. Le imprese considerate sono tutte PMI e la copertura fornita dalla regione riguarda fino all’80% del credito elargito. Il prestito ha una durata di 5 anni, quindi si può considerare un prestito a lungo termine. I risultati dello studio riportano effettivamente un miglioramento della struttura finanziaria delle PMI negli anni successivi all’adozione della policy. Il livello totale del debito non cambia, ma le imprese che hanno adottato il programma evidenziano un

⁵⁷ I Confidi sono disciplinati giuridicamente dall’art. 112 del d. lgs. 385/1993 noto come T.u.b. (Testo unico bancario).

⁵⁸ Alessio D’Ignazio e Carlo Menon, “The causal effect of credit guarantees for SMEs: evidence from Italy”, Febbraio 2013. Il lavoro econometrico svolto riporta dati finanziari relativi a circa 200 imprese.

aumento del debito a lungo termine⁵⁹ che consente di evitare eccessivi costi di finanziamento. I risultati più interessanti riguardano il costo del finanziamento bancario, il tasso di interesse, che tende a scendere negli anni successivi all'implementazione del programma per le imprese che ne aderiscono. Per quanto riguarda invece la variabile investimenti, il modello econometrico studiato mostra un incremento solo nel primo anno mentre negli anni successivi al 2008 l'aumento degli investimenti non è significativo⁶⁰. L'assenza di effetti reale però non deve essere considerata come conclusiva per due ragioni; prima di tutti il lasso temporale di tre anni 2008-2010 potrebbe essere troppo breve per osservare effetti significativi sulla variabile investimenti. In secondo luogo l'anno preso in considerazione, il 2008, è coinciso proprio con la crisi finanziaria internazionale la quale ha causato una contrazione dell'attività economica in Italia non dipendente certamente dal "credit guarantee schemes" proposto. È più logico pensare che il cambiamento della struttura finanziaria che il programma genera e la riduzione del costo di finanziamento non possono far altro che generare benefici sul lato delle attività per le PMI, con un impatto positivo sull'output aggregato. Lo studio economico condotto e i risultati raggiunti sono sicuramente positivi e questo deve stimolare le PMI ad adottare i "credit guarantee schemes" riunendosi in associazioni, anche finanziate dall'autorità pubblica, che possano agevolare l'accesso al credito bancario a tassi accessibili.

Allo stato attuale, le imprese che fanno ricorso a programmi di credito garantito sono ancora troppo poche rispetto al panorama delle PMI in Italia⁶¹. Per la maggioranza delle imprese abbiamo visto come gli spread sempre più elevati, che non rispecchiano la reale situazione di rischio dell'impresa che richiede il credito, e le richieste eccessive di garanzie, uniti alla minore disponibilità delle banche all'erogazione del prestito, possono generare un circolo vizioso con impatti molto forti sugli investimenti aggregati, soprattutto per un Paese come l'Italia che conferma la tradizione di "sistema banco – centrico". La contrazione del credito bancario può e deve essere compensata dalla ricerca di strumenti alternativi di intermediazione, cercando una diversificazione delle fonti di credito, e rivolgendo l'attenzione al mercato di capitali. È vero che l'emissione di titoli storicamente non è stata una fonte di finanziamento molto utilizzata in Italia, soprattutto

⁵⁹ Le stime riportano un aumento del debito a lungo termine del 36% il primo anno, 33% il secondo anno e 30% il terzo anno.

⁶⁰ Per l'anno 2008 l'aumento degli investimenti

⁶¹ A fronte di quasi 4 milioni di PMI, i confidi presenti in Italia sono di poco superiore alle 400 unità.

dalle PMI, visto il costo eccessivo di emissione. Ritorna in mente la “financial hierarchy”⁶², dove il finanziamento attraverso il mercato di capitali era considerato il più costoso per le imprese. Nel 2013 sembrano però esserci i presupposti per rendere più attraente il mercato di capitali visto il pricing del credito bancario a medio e lungo termine e le condizioni, soprattutto il costo, dei prestiti alle imprese, più allineate rispetto alle condizioni di emissioni obbligazionarie. In questa direzione va interpretato il “Decreto Sviluppo” del 2012⁶³, il quale introduce nuove forme di finanziamento per le PMI. La finalità principale del legislatore è quella di rimuovere i vincoli fiscali e civilistici che limitano, per le società non quotate, il ricorso al mercato dei capitali. Più precisamente il Decreto introduce tre nuovi strumenti di finanziamento per le imprese di minori dimensioni: 1) le cambiali finanziarie, le quali vengono paragonate alle obbligazioni e costituiscono uno strumento monetario che dovrebbe garantire liquidità alle PMI in modo da finanziare il capitale circolante; 2) le obbligazioni, che rappresentano lo strumento necessario per finanziare i progetti di investimento a medio – lungo termine e che godranno di un trattamento fiscale privilegiato se emesse da imprese non quotate e sottoscritte da investitori qualificati; 3) le obbligazioni partecipate, necessarie per sollevare le imprese da situazioni di crisi, che prevedono il contributo di altri soggetti per rafforzare il capitale delle imprese senza dover modificare la governance aziendale⁶⁴. L’emissione di questi strumenti finanziari sarà accompagnata dalla presenza di uno sponsor, in genere un intermediario finanziario, il quale dovrà assistere le imprese nella gestione e nell’emissione di titoli fino a scadenza. L’auspicio generale è che queste diverse fonti di finanziamento possano rivelarsi realmente alternative, se non complementari, al credito bancario e possano costituire fonte di ripresa per le PMI. Dopotutto l’emissione di titoli può avere una serie di impatti positivi per le imprese medie e piccole che vanno oltre il cambiamento della struttura finanziaria. Gli investitori e gli sponsor richiederanno una più veloce tempistica delle chiusure contabili e una maggior trasparenza verso l’esterno. Tutto questo porta anche al miglioramento dei processi di controllo, sia amministrativi sia di reporting gestionale, nonché ad una pianificazione

⁶² Abbiamo visto nel primo capitolo i differenti costi delle diverse fonti di finanziamento dell’azienda e la “financial hierarchy” introdotta da Fazzari, Hubbard e Petersen in “Financing constraints and corporate investment”, 1988.

⁶³ D. L. n. 83/2012 convertito in legge 134/2012 recante “Misure urgenti per la crescita del Paese”.

⁶⁴ Per un approfondimento sulla normativa, si fa riferimento all’art.32 del D. L. n. 83/2012, diviso in 26 punti e facente parte del capo II “Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese”.

finanziaria migliore. Le imprese in conclusione dovranno recuperare la “creditworthiness”, anche attraverso una riduzione della leva finanziaria e attraverso una gestione integrata dei rischi. Dall’altro lato la valutazione del rischio del credito, che ha portato a negare prestiti a molte imprese dall’inizio della crisi economica, deve cambiare e non potrà dipendere soltanto da dati di bilancio. Bisogna fare ricorso anche ad un’analisi qualitativa delle imprese in modo da poter generare un credit risk assesment che comprenda una pluralità di aspetti, tra i quali l’inquadramento dell’impresa stessa nel settore di appartenenza e la conoscenza più approfondita di management e proprietà. L’auspicio da parte di tutti è quello di superare i vincoli che il contesto macro-economico attuale propone rilanciando le PMI attraverso un cambiamento delle variabili finanziarie, le quali hanno un impatto non indifferente sugli investimenti dell’impresa, assunzione ormai confermata sia dalla teoria economica e sia dalla ricerca empirica.

5 Conclusione

La valutazione del ruolo dell’intermediazione e più in generale del sistema finanziario per l’economia reale, attraverso un confronto tra teoria economica ed evidenza empirica, sono state oggetto dell’elaborato. La stretta creditizia portata avanti dagli istituti di credito italiani unita alla forte dipendenza del sistema industriale da quello bancario, hanno contribuito ad acuire la crisi economica e finanziaria la quale ha avuto una portata mondiale, colpendo gran parte dei Paesi del mondo occidentale seppur con intensità differente. Il calo della produzione in Italia, la chiusura di molte imprese, la disoccupazione in aumento, più in generale il deterioramento delle variabili macroeconomiche principali, sono state analizzate ponendo l’attenzione sul lato delle passività delle imprese, sulla struttura finanziaria, sul vincolo di finanziamento. Dallo scoppio della crisi nel 2008, che ha messo in discussione l’intero sistema finanziario mondiale, al 2013 diverse misure sono state adottate, soprattutto dalla BCE, a sostegno del sistema bancario, ora più stabile e meno esposto a rischi di breve periodo. Le banche italiane hanno superato pienamente gli stress test del Fondo Monetario Internazionale⁶⁵

⁶⁵ Gli stress test, o programmi di valutazione del capitale delle banche, sono analisi previsionali sulla capacità degli istituti di credito di maggiore dimensione di poter far fronte autonomamente a shock negativi dell’economia e a crisi prolungate.

nel 2012 dimostrando *"una notevole capacità di reagire di fronte a una recessione severa e prolungata nel Paese in presenza di una forte crisi in Europa"*. Dalla solidità delle banche e dalla riapertura del canale del credito bisogna ripartire, ristabilendo un legame banca – impresa fruttifero e produttivo di ricchezza, più trasparente e basato sulla fiducia reciproca. Il circolo vizioso innescato da questo legame nel periodo di crisi non può continuare in quanto gli effetti sull'output aggregato potrebbero essere addirittura drammatici. Il circolo da vizioso deve ritornare virtuoso, con banche e imprese che si rafforzano a vicenda. Detto ciò la dipendenza quasi assoluta da un'unica fonte di finanziamento, quale il capitale bancario, lega in maniera troppo forte gli eventi che condizionano gli istituti di credito con la tenuta del settore industriale. La teoria analizzata, secondo la quale le diverse fonti di finanziamento hanno costi diversi e non sono facilmente sostituibili, è evidente per le imprese italiane ma ciò non toglie la possibilità di adottare misure che accompagnano le imprese stesse verso il mercato di capitali, facilitando l'emissione di strumenti finanziari ed eliminando alcuni vincoli che non permettono le emissioni di titoli alle imprese di minori dimensioni. Dopotutto è proprio nei momenti di difficoltà, quando il finanziamento bancario tradizionalmente utilizzato diventa più costoso e per alcuni inaccessibile, che le imprese guardano ad altri investitori e ad altre fonti di finanziamento, necessarie per sopravvivere. Abbiamo visto come in Italia nel 2012 siano state adottate proprio misure in tal senso, consentendo a molte imprese di emettere strumenti di finanziamento prima non utilizzabili, cercando così di migliorare e rendere più flessibile la struttura finanziaria.

"Old Risk, New Challenges" titola il Global Financial Stability Report dell' FMI di Aprile 2013. I rischi non cambiano nel tempo, restano gli stessi, sono sempre riferiti a possibili ulteriori peggioramenti della situazione economica generale. Ciò che cambia sono le sfide, le misure di policy ora più che mai necessarie per migliorare il flusso di credito a supporto della ripresa economica e rafforzare l'intero sistema finanziario. I rischi di breve periodo si sono ridotti dati gli interventi di emergenza adottati sia dai Governi che dalle Banche Centrali. Ciò che resta sono i rischi strutturali, quelli che potrebbero condizionare l'andamento dell'economia nel lungo periodo, e proprio di interventi strutturali ha quindi bisogno l'Italia per evitare situazioni peggiori. Le banche dovranno rivedere i modelli di business, oltre a migliorare i saldi di bilancio, in modo da garantire credito alle PMI più solventi e più solide, sapendo che sono proprio le piccole e medie

imprese che formano l'ossatura del tessuto industriale italiano. Nello stesso tempo le imprese dovranno intraprendere politiche volte alla capitalizzazione e al miglioramento della trasparenza, sia amministrativa che contabile, in modo da recuperare prima di tutto la solidità e in secondo luogo quel rapporto virtuoso con le banche che ne condiziona la produttività, cercando anche di catturare l'attenzione di altri investitori che possono offrire fonti di finanziamento alternative indispensabili per non rimandare gli investimenti programmati.

Bibliografia

- G. A. Akerlof, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 1970
- B. S. Barnanke, *Credit in the Macroeconomy*, Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, 1993
- Bank Lending Survey*, Banca d'Italia, Aprile 2013
- Bollettino economico n.72* , Banca d'Italia, Aprile 2013
- L. Carpinelli, *Effetti reali delle crisi bancarie: una rassegna dalla letteratura*, Banca d'Italia occasional paper n.55, Settembre 2009
- A. D'Ignazio e C. Menon, *The causal effect of credit guarantees for SMEs: evidence from Italy*, Banca d'Italia working paper n.900, Febbraio 2013
- G. Dell'Ariccia, E. Detragiache, R. Rajan, *The real effect of banking crises*, Journal of Financial Intermediation, 2008
- S. M. Fazzari, R. G. Hubbard e B. C. Petersen, *Financing constraints and corporate investment*, Brookings Papers on Economic Activity, 1988
- J. G. Gurlay e E.S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, 1960
- Global Financial Stability Report, *Old Risks, New Challenges*, Aprile 2013
- B. Holmstrom e J. Tirole, *Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector*, Quarterly Journal of Economics, August 1997
- C. Kindleberger e R. Z. Aliber, *Manias, Panic and Crashes: A History of Financial Crises*, sesta edizione, 2011
- F. Modigliani e M. H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, June 1958
- Andrea Pierri, *Il finanziamento delle imprese tra finanza bancaria e finanza di mercato*, Ottobre 2012
- R. G. Rajan e L. Zingales, *Financial Dependence and Growth*, National Bureau of

Economic Research, 1998

A. Renda e G. Luchetta, *l'Europa e le Piccole e Medie Imprese, come rilanciare la sfida della competitività*, Dipartimento Politiche Europee, 2013

J. E. Stiglitz e A. Weiss, *Credit Rationing in Market with Imperfect Information*, The American Economic Review, Giugno 1981

Edda Zolli, *Italian Sovereign Spreads: Their Determinants and Pass – through to Bank Funding Costs and Lending Conditions*, IMF Working Paper, Aprile 2013

Banche dati utilizzate:

Data warehouse ISTAT

Base Informativa Pubblica Banca d'Italia

Database Bank Lending Survey, Banca d'Italia

Database EUROSTAT

Database per l'Annual Report on European SMEs, BCE

Database SMEs access to finance survey, BCE