



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria

di Fabio Panetta e Federico Maria Signoretti

Aprile 2010

numero

63



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria

di Fabio Panetta e Federico Maria Signoretti

Numero 63 – Aprile 2010

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

DOMANDA E OFFERTA DI CREDITO IN ITALIA DURANTE LA CRISI FINANZIARIA

di Fabio Panetta* e Federico M. Signoretti*

Sintesi

Il lavoro esamina l'evoluzione del credito bancario in Italia durante la crisi finanziaria, al fine di valutare il contributo di domanda e offerta alla dinamica dei prestiti. L'analisi indica come motivazione prevalente della decelerazione dei prestiti il calo della domanda dovuto principalmente, per le famiglie, alla debolezza del mercato immobiliare e alla caduta dei consumi; per le imprese, al minor fabbisogno finanziario, a sua volta legato alla netta contrazione degli investimenti.

Gli indicatori congiunturali del mercato del credito e i risultati di studi empirici segnalano che a frenare la dinamica dei prestiti avrebbero contribuito tensioni dal lato dell'offerta dovute soprattutto all'aumento della rischiosità dei prenditori, oltre che all'impatto che la crisi ha avuto, specialmente in una prima fase, sulla condizione patrimoniale e di liquidità delle banche, sulla loro capacità di accedere ai finanziamenti esterni. Analisi econometriche avvalorano tali indicazioni, suggerendo che la decelerazione del credito riconducibile alle condizioni delle banche sarebbe di entità contenuta.

Le tensioni nell'offerta di credito potrebbero proseguire nei prossimi mesi. A limitare i rischi di una carenza di finanziamenti contribuisce in primo luogo la ripresa dell'economia reale e il conseguente calo del rischio di insolvenza della clientela bancaria. Concorrono i numerosi interventi effettuati dalle Autorità dall'avvio della crisi al fine di sostenere finanziariamente le imprese, migliorandone il merito di credito, e di rafforzare la condizione patrimoniale e di liquidità delle banche.

Codici JEL: E51, E58, E65.

Keywords: domanda e offerta di credito, crisi finanziaria, economia italiana.

* Banca d'Italia, Servizio Studi di Congiuntura e Politica Monetaria. Siamo grati a Ugo Albertazzi, Paolo Angelini, Antonio Bassanetti, Paolo Del Giovane, Eugenio Gaiotti, Andrea Generale, Alberto Locarno, Domenico J. Marchetti, Andrea Nobili, Alberto Pozzolo, Lisa Rodano, Carmelo Salleo, Stefano Siviero per i commenti ricevuti su una precedente versione e a Andrea Cardillo, Ginette Eramo, Maria Cristina Fabbri, Maria Pia Mingarini, Salvatore Muzzicato e Valentina Schirosi per l'assistenza nell'elaborazione di grafici e tavole. Eventuali errori e imprecisioni sono attribuibili unicamente agli autori.

Indice

1. Introduzione e principali conclusioni.....	7
2. I fatti: andamento recente del credito e dei tassi bancari.....	9
2.1 Il credito al settore privato.....	9
2.2 Il costo del credito bancario	12
3. Come distinguere fra domanda e offerta?	13
3.1 Le principali determinanti della domanda di prestiti.....	13
3.2 Un semplice modello del mercato del credito	16
4. Le indagini campionarie	25
4.1 Il punto di vista delle banche: la <i>Bank Lending Survey</i>	25
4.2 Il punto di vista delle imprese	28
5. Le analisi econometriche	31
5.1 Una stima degli effetti di offerta	31
5.2 Gli effetti sull'attività economica	34
6. Una valutazione d'assieme.....	35
Bibliografia.....	39
Appendce grafica.....	41

1. INTRODUZIONE E PRINCIPALI CONCLUSIONI

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

In Italia il credito bancario aveva iniziato a decelerare già nella prima metà del 2007, all'indomani di una espansione lunga quasi un quinquennio. La dinamica dei prestiti si è ancora affievolita con lo scoppio della crisi, fino a divenire negativa alla metà del 2009. Il rallentamento registrato nello scorso biennio ha coinciso, oltre che con le turbolenze dei mercati dei capitali, con la debolezza del comparto immobiliare, con la caduta della spesa per consumi e investimenti, con il peggioramento del merito di credito della clientela bancaria. Un tale concorso di eventi rende arduo stabilire se – e in che misura – la decelerazione dei prestiti rifletta un calo della domanda da parte di famiglie e imprese piuttosto che una restrizione dell'offerta da parte delle banche. Ancor più complesso è valutare se l'evoluzione del mercato del credito prefiguri un *credit crunch*, ossia un calo dell'offerta di prestiti che non riflette una riduzione della domanda o il peggioramento del rischio di insolvenza ma scelte e vincoli interni alle stesse banche¹.

Gli effetti di una scarsa disponibilità di credito sull'economia reale possono essere assai rilevanti. La mancanza di finanziamenti può costringere le imprese a ridimensionare i piani di investimento e le famiglie a comprimere i programmi di consumo, prolungando e amplificando l'effetto negativo di shock reali sull'attività produttiva e sull'occupazione². In Italia il ruolo centrale del settore bancario nel finanziamento dell'economia aggrava tali rischi.

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

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

Le analisi svolte suggeriscono che la decelerazione del credito è attribuibile in misura prevalente al calo della domanda di prestiti. Questo rifletterebbe, per le imprese, soprattutto la diminuzione del fabbisogno finanziario, a sua volta legato alla netta contrazione degli investimenti;

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

² La carenza di credito può influenzare sia il livello del tasso di disoccupazione (si veda Acemoglu, 2001 e Wasmer e Weil, 2004), sia la sua persistenza (Dromel *et al.*, 2009). Inoltre, le recessioni associate a crisi finanziarie sono generalmente più profonde e tendono a durare più a lungo (*International Monetary Fund*, 2009).

sui prestiti alle famiglie hanno inciso la caduta dei consumi e la debolezza del mercato immobiliare³.

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

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

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

Sebbene di entità relativamente limitata, la minore disponibilità di credito avrebbe avuto un impatto non trascurabile sull'economia reale: si stima che ad essa sia riconducibile circa un quinto della caduta dell'attività produttiva nel 2009. Questa apparente contraddizione è spiegabile con le caratteristiche strutturali – le debolezze – del sistema finanziario italiano, incentrato sul ruolo delle banche, privo di mercati obbligazionari e azionari sviluppati, di fatto incapace di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito bancario. In un sistema siffatto non deve sorprendere che un calo pur contenuto nel volume di intermediazione creditizia possa comprimere in misura non marginale gli investimenti e l'attività produttiva⁴. In altri importanti paesi la caduta dell'offerta di credito bancario è stata assai profonda, ma i suoi effetti sono significativamente attenuati dal diffuso ricorso ad altre fonti di finanziamento – soprattutto obbligazioni – da parte di imprese sia grandi sia medie.

Le tensioni nell'offerta di credito potrebbero proseguire nei prossimi mesi. L'esperienza passata mostra che l'aumento dei crediti inesigibili emerge con ritardo rispetto alla fase recessiva e prosegue ben oltre l'avvio della ripresa. Inoltre, il ritardo con cui i bilanci delle imprese affidate registrano gli effetti della recessione provocheranno nei prossimi mesi un deterioramento del merito

³ In Italia la mancanza di segni di sopravvalutazione degli immobili ha contribuito ad attutire la frenata dei mutui, il cui ritmo di espansione è rimasto positivo.

⁴ Tale idea è coerente con l'ipotesi secondo cui shock di entità limitata possono determinare effetti significativi al picco di un ciclo espansivo, quando famiglie e imprese tendono a essere più indebitate e vulnerabili. In tali fasi shock negativi, o anche meramente la fine della fase di espansione, possono peggiorare l'accesso al credito, costringendo gli agenti, che in tali fasi hanno maggiori esigenze di finanziamento, a ridurre consumi e investimenti, accentuando la fase negativa del ciclo (Bernanke *et al.*, 1996).

di credito stimato dalle banche mediante sistemi automatici di selezione della clientela. L'effetto congiunto di questi due fattori potrebbe indurre le banche – soprattutto le più grandi, che fondano le politiche di impiego su dati quantitativi – a mantenere un atteggiamento di cautela nell'offerta di credito, pur in una fase di ripresa ciclica.

A limitare i rischi di una carenza di finanziamenti alle imprese italiane contribuisce in primo luogo la ripresa dell'economia reale e la conseguente riduzione del rischio di insolvenza della clientela bancaria. Concorrono i numerosi interventi effettuati dalle Autorità dall'avvio della crisi. Dato il ruolo preminente del rischio di insolvenza tra gli ostacoli all'espansione degli impieghi, particolare rilevanza assumono le misure attuate al fine di sostenere finanziariamente le imprese, innalzandone il merito di credito. La disponibilità di prestiti trae infine beneficio dal miglioramento delle condizioni patrimoniali e di liquidità delle banche. Anche in questo campo le Autorità – soprattutto le banche centrali – hanno effettuato interventi di ampia portata.

2. I FATTI: ANDAMENTO RECENTE DEL CREDITO E DEI TASSI BANCARI

2.1 Il credito al settore privato

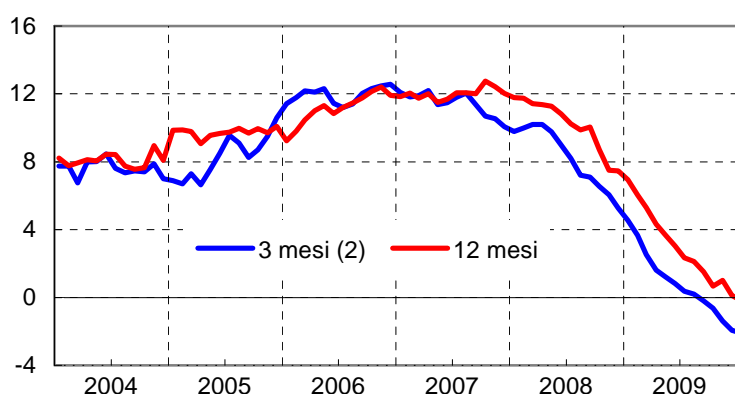
Dopo una lunga fase espansiva, in Italia la crescita del credito bancario al settore privato ha iniziato a flettere alla metà del 2007 (figura 1). La decelerazione si è accentuata nel 2008 e ancora nel 2009, in concomitanza con l'intensificarsi della crisi finanziaria e con il deterioramento del quadro economico nazionale e internazionale. Il ritmo di espansione annuo, pari a circa il 12 per cento all'inizio del 2007, lo scorso gennaio risultava sostanzialmente nullo; la dinamica congiunturale – misurata dalla variazione sui 3 mesi, che rappresenta con tempestività le tendenze in atto – è divenuta negativa (-2,1 per cento).

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

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

Figura 1

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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

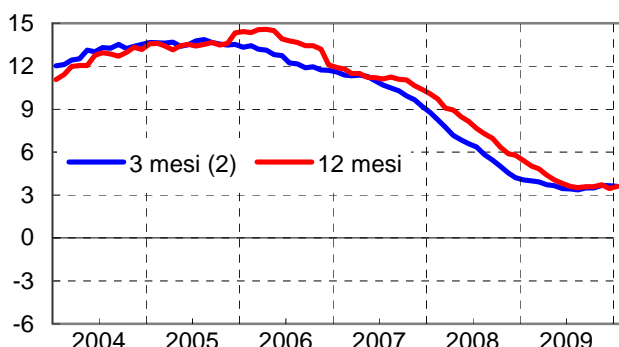
(1) Prestiti a famiglie e società non finanziarie; definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono anche una stima di quelli cartolarizzati.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

Figura 2

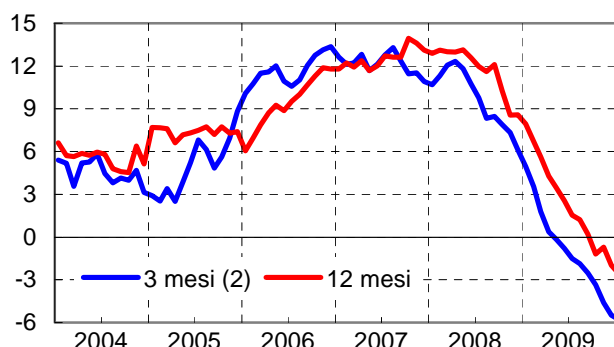
Prestiti bancari al settore privato (1)

(dati mensili; variazioni percentuali)

(a) Famiglie



(b) Società non finanziarie



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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

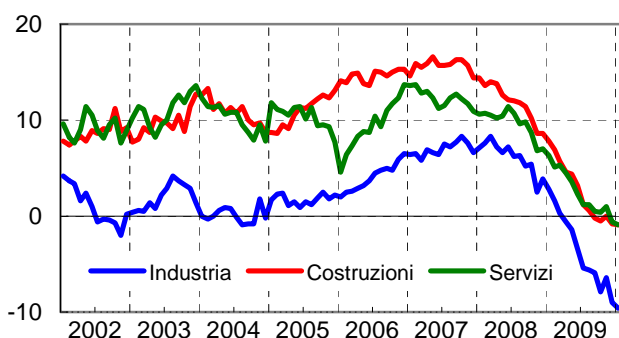
La decelerazione del credito alle imprese ha interessato tutti i *rami di attività* (figura 3, pannello a), ma è risultata accentuata per le società manifatturiere, attualmente su valori fortemente negativi, e per quelle di costruzioni. Distinguendo in base alla *dimensione aziendale*, emerge il forte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

Figura 3

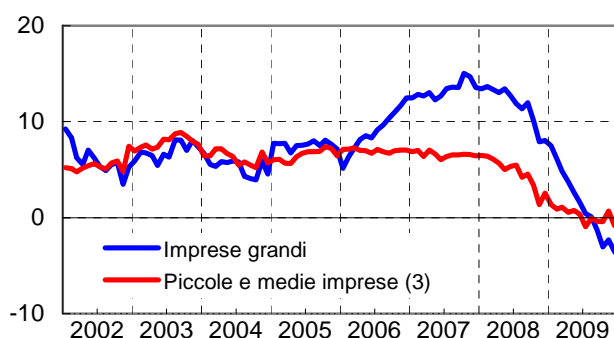
Prestiti bancari alle imprese (1)

(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)

(a) Per ramo di attività



(b) Per dimensione d'impresa (2)



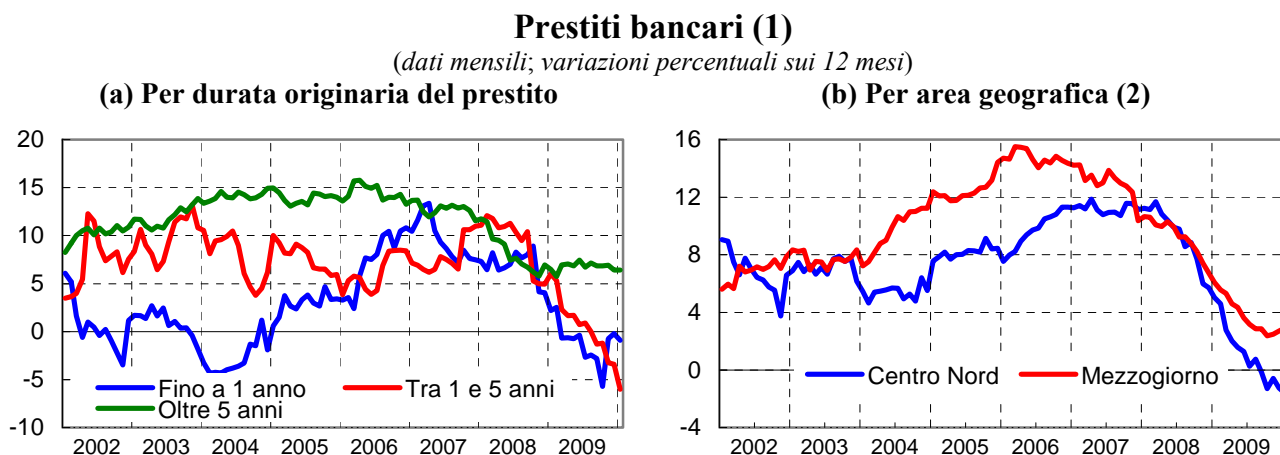
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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

Il rallentamento del credito è stato più forte nel comparto a breve e a medio termine (figura 4, pannello a). La crescita dei prestiti a scadenza protratta (superiore a 5 anni) ha invece registrato una riduzione più contenuta, stabilizzandosi intorno al 7 per cento nel 2009.

Le tendenze sin qui descritte sono state simili tra le diverse aree del Paese (figura 4, pannello b). I prestiti al Mezzogiorno, la cui dinamica dal 2004 aveva costantemente sopravanzato quella dei finanziamenti al Centro Nord, hanno rapidamente rallentato tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008, azzerando il differenziale di crescita rispetto alle altre regioni. Il divario territoriale è tornato ad allargarsi nei mesi più recenti, riflettendo la più intensa decelerazione nelle regioni centro-settentrionali. Nello scorso gennaio la crescita del credito al settore privato era pari al 2,9 per cento nel Mezzogiorno e a -1,6 nel Centro Nord.

Figura 4



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

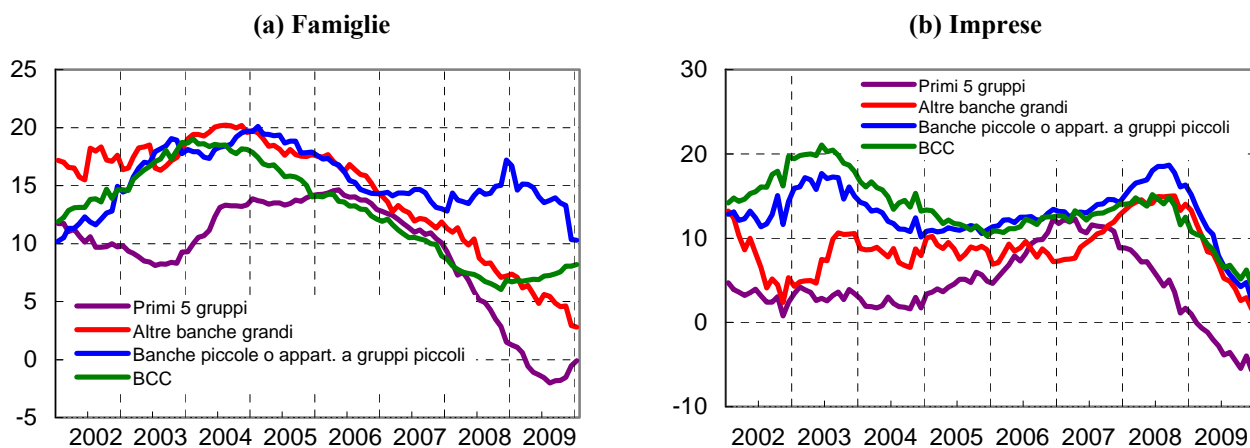
(1) Includono i prestiti alle amministrazioni pubbliche; escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni sono calcolate al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (2) I prestiti includono anche una stima di quelli cartolarizzati.

Un andamento analogo tra macro aree si riscontra anche distinguendo tra famiglie e imprese (si veda, nell'appendice grafica, la figura A1, pannello a e b). In base ai dati più recenti, la crescita del credito nel Mezzogiorno si mantiene più elevata rispetto al Centro Nord di quasi due punti percentuali per le famiglie (4,8 contro 3,0 per cento) e di quasi cinque punti per le imprese (0,6 contro -4,2 per cento). L'evoluzione per *area geografica e dimensione di impresa* indica invece che il calo dei prestiti, benché diffuso, è accentuato per le imprese maggiori del Centro Nord (figura A1, pannello c e d).

La dinamica dei prestiti per dimensione di banca mostra il forte rallentamento del credito erogato dagli intermediari più grandi, soprattutto quelli appartenenti ai cinque maggiori gruppi (figura 5, pannello a e b). Il divario è più ampio per i prestiti alle imprese sia grandi sia piccole, che si contraggono di circa il 6 per cento per i primi 5 gruppi (che erogano circa la metà dei finanziamenti complessivi alle piccole aziende), a fronte di una variazione positiva per gli altri intermediari (figura A2, pannello a e b).

Prestiti bancari per dimensione di banca (1)

(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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

2.2 Il costo del credito bancario

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

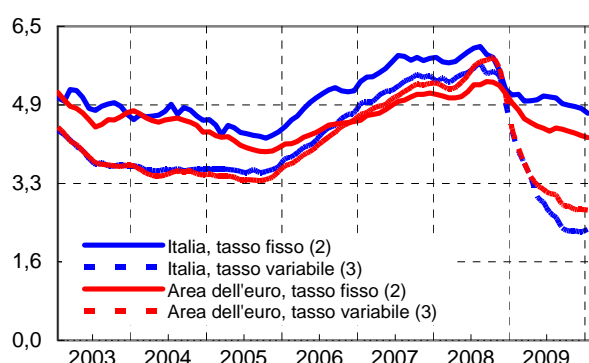
Dal massimo dell'agosto del 2008, in Italia il costo dei *nuovi mutui* ha registrato un calo di 3,4 punti percentuali sui prestiti a tasso variabile e di 1,4 punti per quelli a tasso fisso (figura 6, pannello a); la riduzione è stata maggiore di quella registrata in media nell'area dell'euro (-3,1 punti per i tassi variabili e -1,1 punti per quelli fissi), in parte come conseguenza del minore aumento dei margini rispetto ai tassi *swap* da parte delle nostre banche.

Il calo del costo del credito è stato significativo per le *imprese*, che hanno beneficiato di una riduzione dei tassi bancari – rispetto ai massimi del 2008 – di 3,9 punti percentuali per i contratti a tasso variabile e di 3,1 punti per quelli a tasso fisso (figura 6, pannello b), mentre il costo dei finanziamenti in conto corrente si è ridotto di 3 punti, al 4,3 per cento.

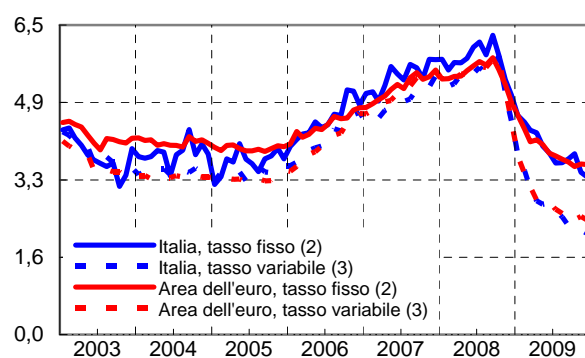
Tassi di interesse sui prestiti bancari in Italia (1)

(dati mensili; punti percentuali)

(a) Famiglie: acquisto di abitazioni



(b) Imprese



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

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

3. COME DISTINGUERE FRA DOMANDA E OFFERTA?

Il paragrafo precedente ha messo in luce la debole congiuntura del mercato creditizio italiano. La semplice analisi degli aggregati e dei tassi d'interesse bancari non consente però di individuare le cause del fiacco andamento dei prestiti. Da un lato, la grave recessione che ha colpito l'economia italiana può aver provocato un calo della domanda di fondi da parte di famiglie e imprese. Dall'altro lato, le forti tensioni cui sono state sottoposte le banche sin dallo scoppio della crisi possono aver frenato l'offerta di prestiti. La maggiore rischiosità dei debitori può aver infatti indotto gli intermediari a maggiore cautela nel concedere prestiti, richiedendo margini d'interesse o garanzie reali più elevati; inoltre, carenze nella dotazione di capitale o di fondi liquidi o un aumento dell'avversione al rischio possono aver minato la capacità, o la volontà, delle banche di soddisfare le esigenze di finanziamento della clientela. Un *credit crunch* si verificherebbe in quest'ultimo caso, in cui l'offerta è frenata da scelte e vincoli interni alle stesse banche, e non dal deterioramento del merito di credito dei prenditori.

Questo paragrafo esamina le cause della decelerazione dei prestiti in due modi. In primo luogo, si analizza l'evoluzione delle principali determinanti della domanda di credito (sezione 3.1). Successivamente, sulla base di un semplice modello del mercato bancario, si esamina la relazione tra i movimenti delle curve di domanda e offerta di prestiti e le variazioni del quadro macroeconomico, della rischiosità dei prenditori e delle condizioni di offerta di credito (sezione 3.2). Il modello fornisce implicazioni circa una serie di indicatori attraverso i quali valutare (da un punto di vista qualitativo) la sussistenza di restrizioni all'offerta di prestiti.

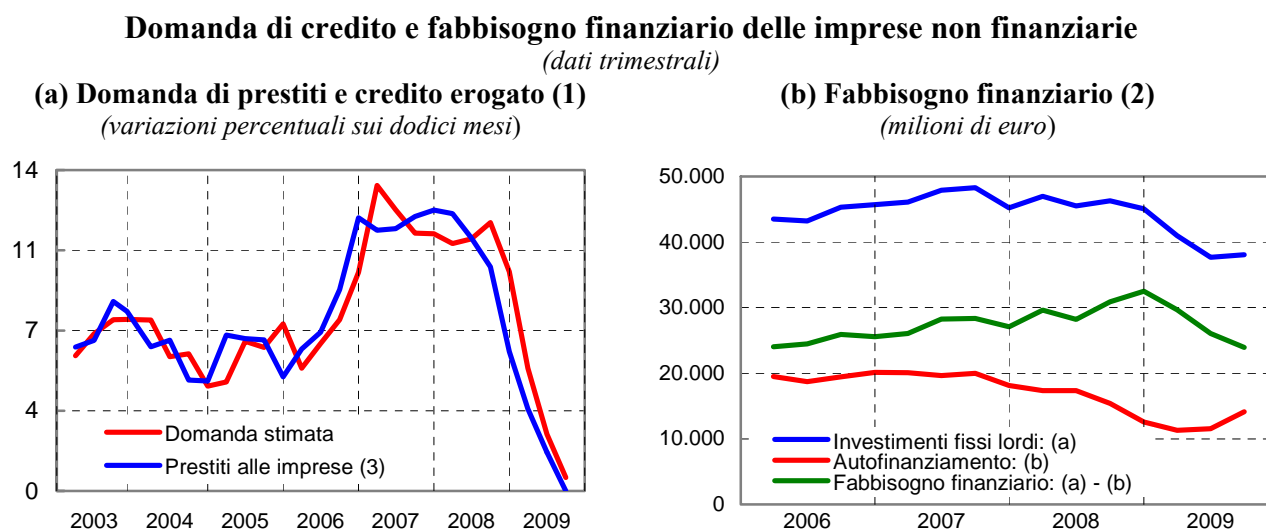
3.1 Le principali determinanti della domanda di prestiti

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

di mutui da parte delle famiglie dipende invece dall'andamento dei valori immobiliari, dall'evoluzione dell'attività economica e dal costo dei mutui stessi⁵.

Sulla base del modello di Casolaro *et al.* (2006), il rallentamento del credito alle imprese nel 2008-2009 ha coinciso con un indebolimento della domanda (figura 7, pannello a)⁶. I trimestri più recenti sono stati infatti caratterizzati dalla caduta dell'attività produttiva e dall'ampliamento, a partire dall'autunno del 2008, del costo opportunità del credito bancario⁷. Il fabbisogno finanziario delle imprese ha continuato ad aumentare fino all'inizio del 2009, ma ha poi mostrato un calo significativo, come conseguenza della netta contrazione degli investimenti che ha più che compensato la riduzione dell'autofinanziamento (figura 7, pannello b).

Figura 7



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

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

La domanda di credito da parte delle imprese potrebbe essere stata influenzata dall'esigenza di finanziare operazioni di fusione e acquisizione tra aziende: sebbene l'evidenza empirica non suggerisca una relazione sistematica, in talune fasi le concentrazioni societarie hanno fornito un contributo rilevante alla dinamica dei prestiti⁸. Tuttavia anche questa componente della domanda è stata presumibilmente assai contenuta: nel biennio 2008-2009 sia l'ammontare sia il numero di operazioni di concentrazione tra imprese italiane (acquisizioni del controllo o di quote di minoranza) si sono fortemente ridotti rispetto al biennio precedente (figura 8).

⁵ Il modello di Casolaro *et al.* (2006) viene modificato includendo tra le determinanti della domanda delle imprese il Pil nominale invece che il capitale netto. Anche il modello di Casolaro e Gambacorta (2005) viene modificato, escludendo l'andamento del mercato azionario e utilizzando il tasso nominale sui mutui al posto di quello reale. Le determinanti della domanda di credito sono simili a quelle utilizzate in lavori analoghi; si veda, ad esempio, Calza *et al.* (2003) e Kok Sørensen *et al.* (2009) per l'area dell'euro.

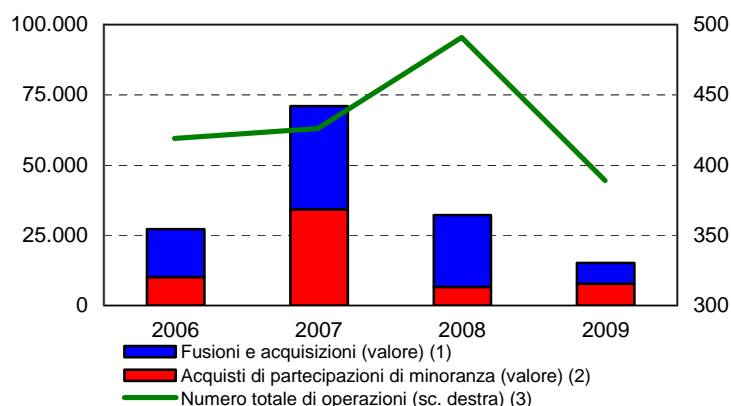
⁶ Nella sezione 6.1 il modello verrà utilizzato al fine di stimare l'entità di eventuali restrizioni all'offerta di credito.

⁷ Il differenziale tra i tassi sui prestiti in conto corrente e i rendimenti sul mercato monetario è aumentato di circa un punto e mezzo, toccando il 3,6 per cento alla fine del 2009 (si veda, più avanti, la figura 12, pannello b).

⁸ Cfr., ad esempio, il capitolo *Le banche e gli altri intermediari creditizi* della Relazione Annuale della Banca d'Italia sul 2005.

Figura 8

Operazioni di concentrazione tra imprese
(valore in milioni di dollari e numero di operazioni)



Fonte: SDC Platinum-Thomson Financial.

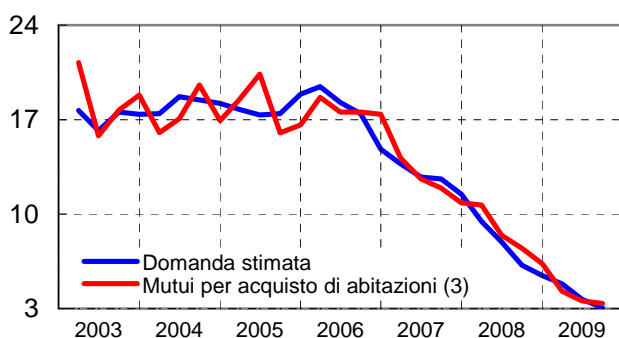
(1) Fusioni o acquisizioni aventi come acquirente o acquisita almeno un'impresa non finanziaria italiana. – (2) Acquisizioni di partecipazioni di minoranza aventi come acquirente o acquisita almeno un'impresa non finanziaria italiana. – (3) Numero complessivo di operazioni di fusione, acquisizione o acquisto di partecipazioni di minoranza in cui è coinvolta almeno una impresa non finanziaria italiana.

La domanda di mutui da parte delle famiglie ha mostrato anch'essa un andamento flettente (figura 9, pannello a). Secondo il modello di Casolaro e Gambacorta (2005), le richieste di mutui avrebbero iniziato a decelerare già alla metà del 2006, in parallelo con il rallentamento dei finanziamenti effettivamente erogati⁹. L'evoluzione della domanda ha riflesso l'evoluzione delle sue determinanti. Ha influito in primo luogo la debolezza del mercato immobiliare, nel quale i prezzi delle abitazioni hanno rallentato (fino a ridursi leggermente nella prima metà del 2009) e il numero di compravendite di case si è fortemente ridotto (figura 9, pannello b)¹⁰. A frenare la domanda ha inoltre contribuito, fino all'estate del 2008, il rialzo del costo dei mutui.

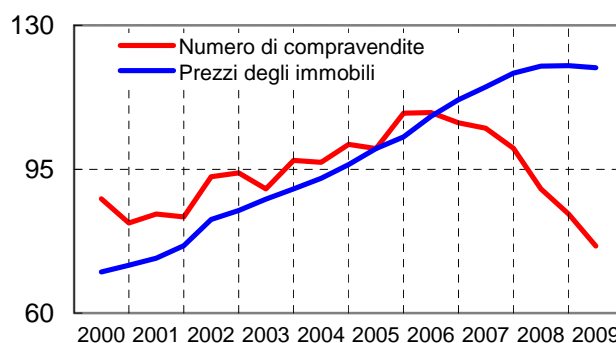
Figura 9

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

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



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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Istat, Agenzia del Territorio e *Il Consulente Immobiliare*.

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

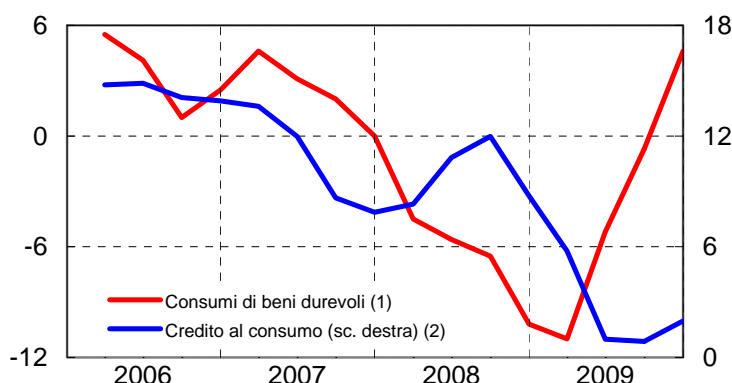
⁹ Anche in questo caso, i residui della stima verranno utilizzati più avanti per valutare l'incidenza dei fattori di offerta sulla dinamica del credito alle famiglie; cfr. sezione 6.1.

¹⁰ Per un'analisi dettagliata dell'andamento congiunturale del mercato immobiliare in Italia, si veda Panetta *et al.* (2009a).

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

Figura 10

Consumi delle famiglie e credito al consumo
(dati trimestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

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

Nel complesso, l'analisi sin qui svolta indica che il credito ha rallentato in parallelo con il calo delle esigenze di finanziamento da parte di famiglie e imprese. La flessione della domanda si è avviata nel comparto dei mutui, a seguito della stasi del mercato immobiliare; è poi proseguita, rafforzandosi, con lo scoppio della crisi finanziaria e con la caduta degli investimenti e dei consumi.

3.2 Un semplice modello del mercato del credito

Questa sezione presenta un semplice modello del mercato del credito alle imprese, al fine di descrivere i motivi che possono indurre spostamenti delle curve di domanda e di offerta. Il modello, illustrato nella figura 11, assume che la domanda di credito (L^d) sia data dall'equazione:

$$L^d = d(r, i^+, Y^+) \quad (1)$$

in cui la quantità domandata dipende negativamente dal tasso sui prestiti r e positivamente da Y , il livello di attività economica, e da i , il costo dei finanziamenti alternativi al credito (questi ultimi si assumono non perfettamente sostituibili ai prestiti bancari). Il tasso i è pari alla somma del tasso di interesse privo di rischio i^f e del premio per il rischio σ . Ipotizzando, per semplicità, che l'offerta di credito (L^s) sia infinitamente elastica al tasso sui prestiti, l'equazione che la descrive è data da:

$$r = i^f + s(\sigma^+, CO^+) \quad (2)$$

Nella (2) il tasso sui prestiti r è determinato dalle banche aggiungendo al tasso privo di rischio (che approssima il costo della raccolta bancaria) un termine di *mark-up* $s(\sigma, CO)$, dove CO indica le condizioni di offerta¹¹, ossia l'attitudine delle banche a soddisfare le esigenze di finanziamento della clientela¹².

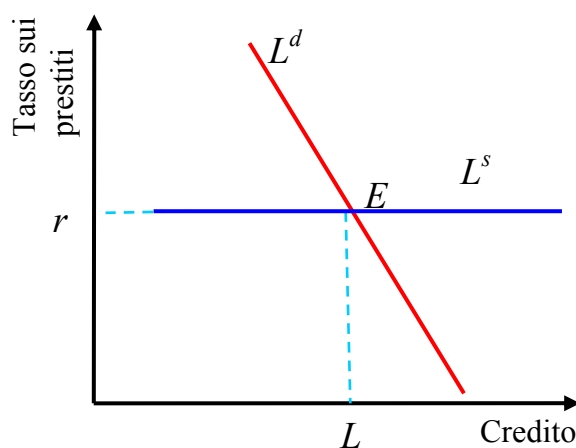
¹¹ Un "aumento" di CO indica una restrizione delle condizioni di offerta e implica un aumento del *mark-up*.

¹² Si vedano, ad esempio, Freixas e Rochet (1997) e BCE (2009a). Rimuovendo l'ipotesi di offerta infinitamente elastica, l'analisi condurrebbe a risultati per lo più qualitativamente simili ai fini della nostra analisi. La rappresentazione riportata nel testo è simile a Bernanke e Blinder (1988); essa esclude casi di razionamento alla Stiglitz e Weiss (1981), in cui in alcuni casi le banche non sono disposte a espandere l'offerta di credito nemmeno a fronte di tassi più elevati, per timore di un peggioramento della qualità della clientela.

Un incremento del *mark-up* provoca uno spostamento verso l'alto di L^s e può essere causato da: (a) un aumento del premio per il rischio σ , che induce le banche a richiedere un margine più ampio per un dato volume di prestiti¹³; (b) una restrizione delle “condizioni di offerta” (CO). Esso può riflettere diversi fattori. In primo luogo, un deterioramento delle condizioni alle quali le banche si finanziano sui mercati al dettaglio o all'ingrosso, a fronte della loro maggiore rischiosità. Inoltre, la necessità di migliorare i coefficienti patrimoniali o il grado di liquidità dell'attivo indotta da vincoli normativi o dalla disciplina di mercato, che può spingere gli intermediari a restringere l'offerta di prestiti. Infine, un incremento dell'avversione al rischio delle stesse banche, che le spinge ad ampliare la quota di bilancio costituita da attività liquide e a basso rischio, a scapito delle poste più rischiose (il cosiddetto *flight-to-quality*; cfr. Bernanke *et al.*, 1995); pertanto, nelle fasi di restrizione, l'offerta di credito tende a ridursi soprattutto per i debitori più rischiosi (quali ad esempio le piccole imprese).

Figura 11

Domanda e offerta di credito (1)



(1) La curva di domanda L^d è definita dall'equazione: $L^d = d(r, i, Y)$; la curva di offerta L^s dall'equazione: $r = i' + s(\sigma, CO)$, dove r è il tasso sui prestiti bancari; i è il costo dei finanziamenti alternativi al credito bancario, pari alla somma del tasso privo di rischio i' e del premio per il rischio σ ; CO è una variabile che indica le condizioni dell'offerta.

Individuare con precisione la cause delle variazioni di quantità e prezzi di equilibrio nel mercato creditizio è arduo anche in un modello semplice come quello descritto, in quanto le determinanti di domanda e offerta possono variare simultaneamente, determinando spostamenti in direzioni opposte. Ad esempio, nelle fasi di debolezza ciclica il calo dell'attività produttiva e il possibile incremento dell'avversione al rischio da parte delle banche tendono a ridurre il credito, mentre la diminuzione dei tassi privi di rischio che di norma caratterizza tali fasi spinge in direzione opposta. L'effetto finale sul credito dipende dalla forza relativa di questi fenomeni. Una decisa riduzione dei tassi d'interesse da parte della banca centrale potrebbe prevalere sugli altri fattori e determinare un effetto netto positivo; in tal caso, analisi *ex-post* che escludessero vincoli all'offerta di credito semplicemente sulla base dell'aumento dei prestiti sarebbero fuorvianti.

Nonostante tali limiti, il modello rappresenta uno strumento per separare le variazioni di domanda e offerta, in quanto chiarisce la relazione che esiste tra le determinanti di ciascuna curva e una serie di indicatori creditizi. In questa sezione vengono descritti tali indicatori e illustrate le

¹³ Nella (2) l'impatto di variazioni del premio al rischio sui tassi bancari dipende dalla forma della funzione $s(\bullet)$. Per semplicità, nel seguito della trattazione si assume che σ entri additivamente nell'equazione; in tal caso, le variazioni del premio al rischio si riflettono in uguali variazioni sia dei tassi bancari sia di quelli sui finanziamenti alternativi.

implicazioni che su di essi hanno variazioni (i) del livello di attività economica; (ii) del tasso di interesse privo di rischio; (iii) del premio per il rischio di credito; (iv) delle condizioni alle quali gli intermediari sono disposti a erogare i prestiti. Successivamente si esamina l'andamento recente degli indicatori in Italia, al fine di valutare se la debole dinamica degli impieghi possa aver risentito di vincoli dal lato dell'offerta.

3.2.1 Le implicazioni del modello su alcuni indicatori del mercato del credito

In base al modello, i seguenti indicatori contengono informazioni riguardo le cause degli spostamenti di domanda e offerta:

- i. il differenziale fra il tasso di interesse sui prestiti bancari e il tasso d'interesse privo di rischio ($r-i^f$), che rappresenta una proxy del *mark-up* al lordo del premio per il rischio.
- ii. Il differenziale di tasso tra prestiti bancari e obbligazioni societarie, che approssima il differenziale $r-i$. Poiché i due termini risentono in misura analoga del rischio dei debitori, i movimenti del differenziale riflettono principalmente variazioni delle condizioni di offerta di credito da parte delle banche.
- iii. Il differenziale fra il tasso d'interesse medio e minimo sui prestiti e il differenziale di tasso tra imprese piccole e grandi. Questi due differenziali si modificano sia in seguito a variazioni del premio al rischio sulle diverse categorie di prenditori, sia come conseguenza di un *flight-to-quality* dovuto a una bassa propensione delle banche a finanziare i debitori più rischiosi.
- iv. Il rapporto credito/Pil, al netto del trend di lungo periodo (influenzato da fattori di natura strutturale). In prima approssimazione, un rallentamento dei prestiti ascrivibile a un calo della domanda dovrebbe lasciare il rapporto inalterato (in quanto il credito dovrebbe diminuire in linea con il Pil). Una restrizione dell'offerta dovrebbe invece comprimere il rapporto.
- v. Il rapporto fra credito utilizzato e credito accordato in conto corrente. Data l'assenza di commissioni sulle linee di credito – che spingerebbe le imprese a richiedere un fido assai ampio – in passato il credito accordato è stato tipicamente considerato una *proxy* dell'offerta di prestiti, mentre le variazioni di breve periodo del credito utilizzato sono state attribuite soprattutto alla domanda delle imprese¹⁴. In una fase espansiva del credito, un aumento dell'accordato superiore alla crescita dell'utilizzato suggerisce che le banche sono disposte a espandere l'offerta di prestiti. Al contrario, restrizioni all'offerta si traducono in una dinamica del credito accordato inferiore a quella dell'utilizzato e in un aumento del rapporto di utilizzo.
- vi. Il grado di liquidità dell'attivo bancario, misurato ad esempio dal rapporto fra cassa e titoli e l'aggregato che li comprende insieme ai prestiti. La liquidità dovrebbe aumentare quando le banche divengono più avverse al rischio e limitano l'offerta di prestiti.
- vii. La quota di prestiti garantiti sul totale dei finanziamenti erogati, che dovrebbe aumentare durante le fasi di restrizione dell'offerta. Ciò potrebbe riflettere sia un aumento della rischiosità della clientela sia una maggiore avversione al rischio da parte delle banche, che richiedono garanzie più elevate a parità di merito di credito dei debitori.

Le prescrizioni del modello sull'andamento di tali indicatori dipendono dai motivi alla base delle traslazioni delle curve di domanda e offerta. In primo luogo, una diminuzione dell'attività produttiva ($Y\downarrow$; figura A3, pannello a) trasla verso sinistra la curva di domanda (da L^d a $L^{d'}$), spostando l'incontro tra domanda e offerta da E a E' . Nel nuovo equilibrio il credito si riduce in

¹⁴ Cfr. Buttiglione e Ferri (1994). In teoria le banche possono controllare l'offerta limitando sia il credito accordato sia le erogazioni all'interno del fido concesso. In pratica, tuttavia, la verifica continua del credito utilizzato sarebbe assai costosa per gli intermediari, soprattutto nei confronti delle imprese minori. Essi tendono quindi a stabilire il fido massimo e ad assecondare, nel breve periodo, le scelte di utilizzo delle imprese. Si veda anche Bonaccorsi di Patti *et al.* (2003).

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

Un diminuzione del tasso privo di rischio ($i^f \downarrow$; figura A3, pannello b), determinata ad esempio da un taglio dei tassi ufficiali da parte della banca centrale, trasla verso il basso la curva di offerta e verso sinistra quella di domanda. L'effetto complessivo dipende dalla forza relativa dei due effetti. Se la domanda è relativamente inelastica a i^f (come nel caso riportato nella figura) il nuovo equilibrio si trova in E' , in cui il rapporto credito/Pil è più alto; il tasso bancario r e il tasso sui prestiti obbligazionari i si riducono entrambi in misura pari al calo del tasso i^f (il differenziale rimane quindi invariato). Il credito accordato aumenta in proporzione all'utilizzato; nuovamente, la composizione dei prestiti nei bilanci delle banche non varia in misura rilevante.

Un deterioramento della rischiosità dei debitori ($\sigma \uparrow$; figura A3, pannello c) spinge verso l'alto sia la domanda, sia l'offerta. L'aumento del premio per il rischio tende a dare luogo a un pari incremento sia del tasso sui prestiti sia del rendimento delle obbligazioni; il differenziale $r-i$ è pertanto invariato, mentre lo *spread* tra tassi bancari e tasso privo di rischio $r-i^f$ si amplia. L'effetto sul rapporto credito/Pil dipende dall'ampiezza della traslazione delle curve di domanda e offerta: in equilibrio il volume del credito aumenta se prevale l'effetto di domanda, scende nel caso opposto. Il rapporto di utilizzo tende ad aumentare, riflettendo la riduzione relativa del credito accordato, così come la quota di credito garantito sul totale dei prestiti. Nella misura in cui la rischiosità aumenta soprattutto per i prenditori con basso merito di credito il differenziale fra tasso minimo e medio sui prestiti si amplia.

Un irrigidimento delle condizioni di offerta (figura A3, pannello d) sposta verso l'alto la curva L^S . Nel nuovo equilibrio il credito erogato e il rapporto credito/Pil si riducono. L'aumento del tasso sui prestiti provoca un corrispondente ampliamento del differenziale rispetto sia al tasso privo di rischio ($r-i^f$) sia ai rendimenti obbligazionari ($r-i$). A parità di utilizzato, l'accordato si riduce, innalzando il rapporto di utilizzo. Il differenziale fra i tassi bancari medio e minimo e quello tra i tassi alle aziende piccole e grandi tendono ad ampliarsi, riflettendo la ricomposizione del credito verso impieghi meno rischiosi; il grado di liquidità degli attivi bancari e la quota di prestiti garantiti tendono ad aumentare, come conseguenza della maggiore avversione al rischio degli intermediari.

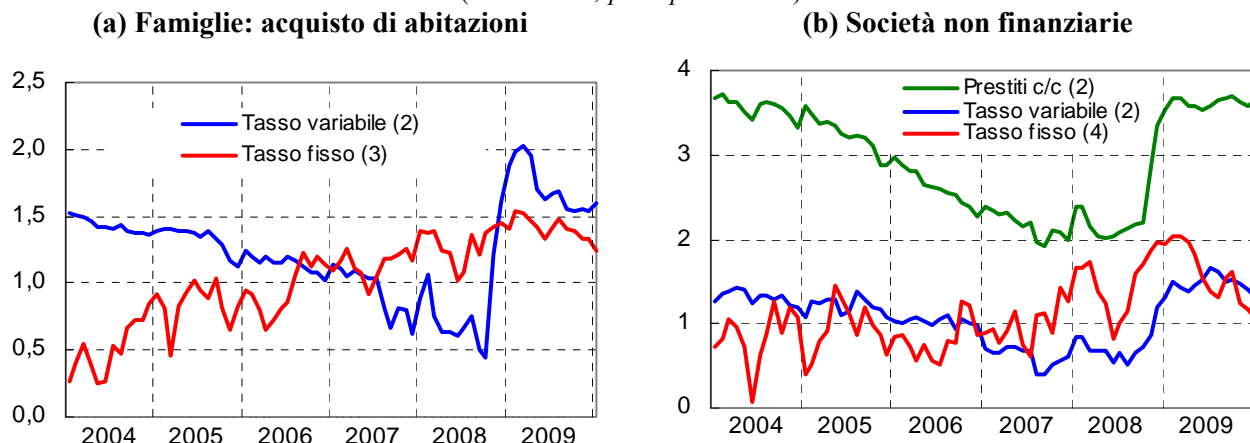
3.2.2 L'andamento recente degli indicatori nel mercato creditizio italiano

Differenziale fra i tassi sui prestiti bancari e i tassi del mercato monetario. I differenziali fra i tassi sui prestiti bancari a famiglie e imprese e i tassi interbancari si sono fortemente ampliati a partire dalla fine del 2008 (figura 12, pannello a e b). Tale andamento è coerente con una traslazione verso l'alto della curva di offerta di credito e con un aumento del *mark-up* praticato dalle banche. Esso non consente però di valutare se l'aumento sia dovuto a un deterioramento del rischio di credito degli affidati o a una restrizione delle condizioni di offerta da parte delle banche¹⁵.

¹⁵ L'ampliamento del differenziale fra tassi bancari attivi e tassi del mercato monetario riflette in parte il ritardo con cui i tagli dei tassi ufficiali si trasmettono al mercato del credito rispetto al mercato monetario. Ciò spiega la "gobba" delle curve all'inizio del 2009, evidente soprattutto per i prestiti alle imprese a tasso fisso (figura 12, pannello b).

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

(dati mensili; punti percentuali)



Fonte: Banca d'Italia e Thomson Reuters Datastream.

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

Differenziale di tasso fra credito e obbligazioni delle imprese. Poiché le obbligazioni e i prestiti sono influenzati in pari misura dal rischio di insolvenza del debitore, le variazioni del differenziale tra credito e obbligazioni dovrebbero riflettere in via diretta l'andamento delle condizioni di offerta di credito; in particolare, un ampliamento del differenziale indicherebbe una minore propensione delle banche a finanziare l'impresa rispetto al mercato obbligazionario. In periodi di tensioni sui mercati, il contenuto informativo del differenziale potrebbe risentire di oscillazioni nel grado di liquidità delle obbligazioni e delle conseguenti fluttuazioni dei rendimenti. In particolare, per ciascuna data t , la variazione del differenziale relativo alla banca i -esima e all'impresa j -esima (definito Δd_{ijt}) può essere espresso come¹⁶:

$$\Delta d_{ijt} = \Delta CO_{ijt} - \Delta liq_t$$

dove CO_{ijt} indica le condizioni di offerta di credito, mentre liq_t rappresenta il premio di liquidità sui titoli obbligazionari, che per semplicità si assume uguale per le diverse imprese. A partire dall'estate del 2007, le condizioni di liquidità sui mercati finanziari hanno subito un forte peggioramento (figura 13, pannello a); un'analisi volta a isolare l'evoluzione delle condizioni di offerta durante la crisi richiede pertanto una stima del premio liq_t ¹⁷. Tale stima è stata ottenuta ipotizzando che il premio di liquidità dei titoli relativi a ciascuna impresa italiana con obbligazioni quotate sia una funzione del *bid-ask spread* medio rilevato sulle obbligazioni delle stesse imprese (tale variabile è riportata nella figura 13, pannello a)¹⁸. Una volta stimato il premio di liquidità,

¹⁶ Il differenziale tra i tassi attivi bancari e i rendimenti obbligazionari potrebbe risentire di fattori (quali ad esempio il diverso grado di collateralizzazione) che in prima approssimazione possono essere considerati costanti nel tempo; questi influenzerebbero quindi il livello del differenziale ma non la sua dinamica nel tempo.

¹⁷ Si potrebbe argomentare che anche la liquidità dei prestiti bancari sia diminuita durante la crisi, a seguito della caduta di attività registrata dal mercato delle cartolarizzazioni. Tuttavia, la possibilità di utilizzare le cosiddette "auto-cartolarizzazioni" come garanzie nelle operazioni di rifinanziamento effettuate dalle banche presso l'Eurosistema ha di fatto preservato la liquidità degli impieghi bancari.

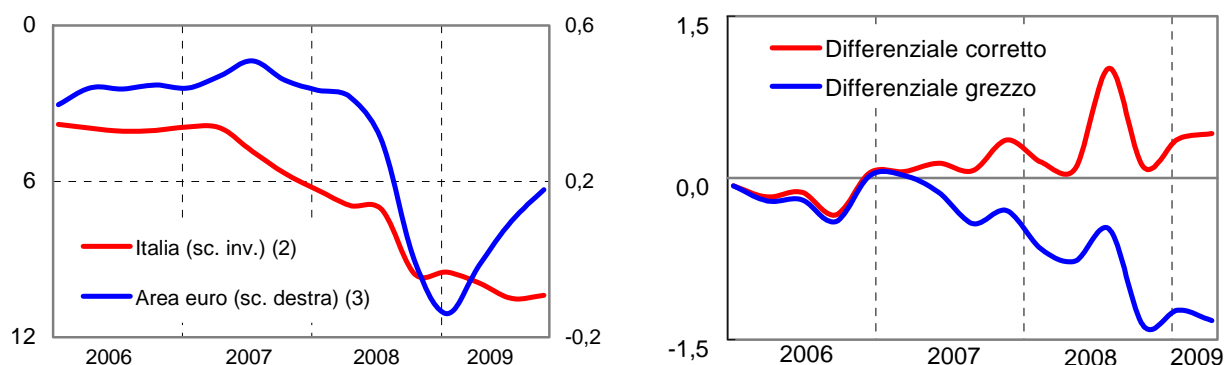
¹⁸ Per ciascuna impresa j è stato calcolato sulla base dei dati della Centrale dei Rischi il differenziale grezzo d_{jt} come differenza fra il tasso mediano sulle nuove erogazioni di credito a lungo termine a tasso variabile da parte di ciascuna banca affidataria e il rendimento mediano sulle obbligazioni a tasso variabile della stessa impresa. Il differenziale così ottenuto è stato regredito in una stima *panel* con effetti fissi di impresa sul *bid-ask spread* medio sulle obbligazioni emesse da un campione di imprese non finanziarie. Il premio di liquidità liq_t è stato quindi ottenuto moltiplicando il coefficiente stimato per il regressore. Poiché tale

l'andamento delle condizioni di offerta è stato ricostruito depurando il differenziale dalla componente connessa con le variazioni del premio stesso. L'indicatore così ottenuto suggerisce che durante la crisi finanziaria l'attitudine delle banche a finanziare le imprese incluse nel campione sarebbe moderatamente diminuita (figura 13, pannello b): il differenziale "corretto" sarebbe passato da un valore medio sostanzialmente nullo nel periodo compreso fra il primo trimestre del 2006 e il secondo del 2007 a un valore medio di 0,30 punti percentuali nel periodo successivo all'avvio della crisi (la differenza è statisticamente significativa). Tale risultato va però valutato con cautela, data la limitata numerosità del campione di titoli considerati e la componente di stima implicita nel calcolo del premio di liquidità¹⁹.

Figura 13

Liquidità dei mercati finanziari e differenziale fra i tassi bancari e obbligazionari
(punti percentuali)

(a) Indicatori del grado di liquidità dei mercati (b) Differenziale tra prestiti bancari e obbligazioni (1)



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Bloomberg, Dealogic.

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

Differenziali fra tassi bancari a diversi gruppi di imprese. Sia il differenziale fra il tasso medio e minimo sui prestiti bancari alle imprese, sia quello fra i tassi alle aziende piccole e grandi²⁰ sono fortemente aumentati dalla fine del 2008 (figura 14, pannello a e b), nonostante il generale calo dei tassi. Un tale andamento indica un deterioramento relativo delle condizioni di accesso al credito per le imprese più rischiose, ed è coerente con un irrigidimento dell'offerta di prestiti, nella misura in cui esso rifletta un aumento dell'avversione al rischio tale da indurre le banche a modificare la composizione del portafoglio crediti verso clienti con più bassa probabilità di insolvenza.

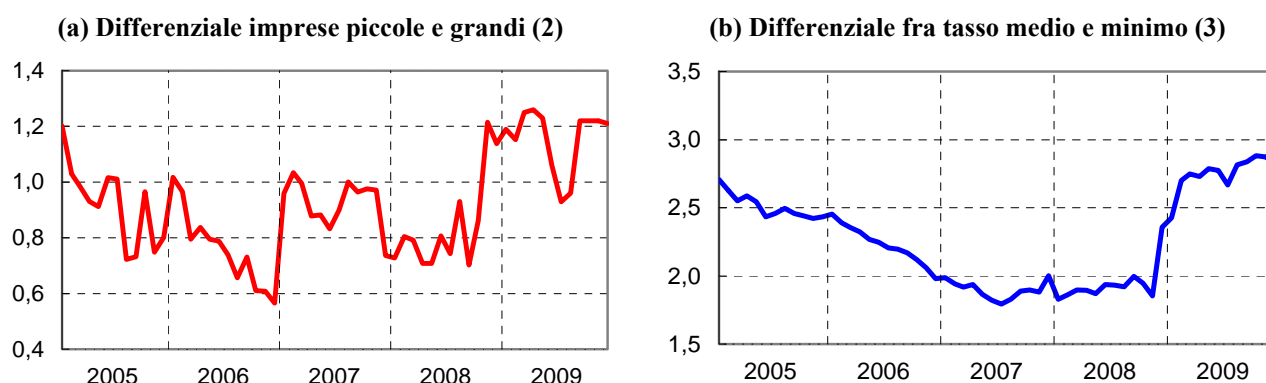
metodo tende a sottostimare i premi di liquidità (in quanto la regressione omette le condizioni di offerta, non osservabili), l'analisi è stata replicata includendo nella regressione una serie di *dummy* pari a 1 in ciascun trimestre, il cui coefficiente costituisce una stima delle condizioni di offerta in ciascun periodo. I risultati sono qualitativamente simili a quelli riportati nel pannello b della figura 13; in linea con le attese, i premi di liquidità stimati per il mercato obbligazionario sono più ampi, anche se la limitata numerosità campionaria non consente di stimare con sufficiente precisione i coefficienti delle singole *dummy* temporali.

¹⁹ Il campione utilizzato è costituito dalle obbligazioni delle 16 imprese (per lo più di grandi dimensioni) con titoli quotati in via continuativa in borsa. Le regressioni sono state replicate con metodologie e dati diversi. Ad esempio, si sono utilizzati i tassi sui prestiti in conto corrente o sulle erogazioni a tasso variabile a breve. Inoltre, il premio di liquidità è stato stimato in base alla misura calcolata dalla BCE (figura 15, pannello a; cfr. *Financial Stability Review*, p. 63, dicembre 2009). I risultati sono qualitativamente simili a quelli riportati nel testo.

²⁰ Il costo dei prestiti alle piccole (grandi) imprese è approssimato con il tasso sui prestiti di importo inferiore (superiore) a un milione di euro.

Figura 14

Differenziali tra tassi bancari a diversi gruppi di imprese (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

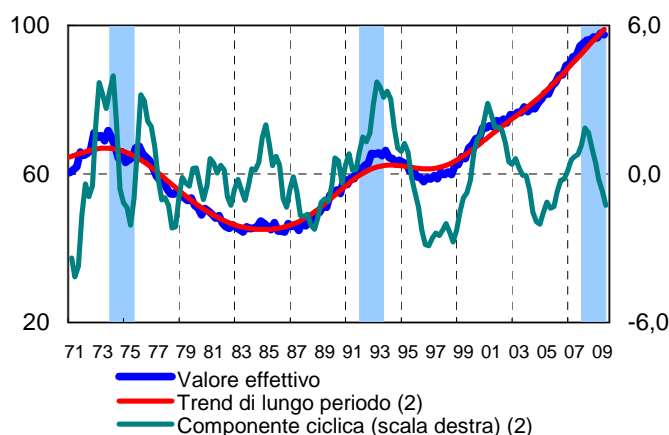
(1) Operazioni in euro; metodologia armonizzata dell'Eurosistema. – (2) Tasso sui prestiti alle imprese di importo inferiore al milione di euro meno tasso su quelli superiori a tale importo, riferiti a operazioni in euro con contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione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

Rapporto tra credito bancario e Pil. Il rapporto fra i prestiti bancari al settore privato e il Pil nominale ha continuato ad aumentare per lunga parte del periodo di crisi finanziaria (figura 15). Un tale andamento non sembrerebbe denotare limiti alla disponibilità di credito.

L'analisi del semplice rapporto credito/Pil può risultare però fuorviante in assenza delle dovute correzioni. Innanzi tutto, l'esperienza passata indica che il credito tende a riflettere le tendenze dell'attività produttiva con ritardo²¹. Tale andamento sembra confermarsi nella fase attuale: i prestiti bancari hanno continuato a espandersi nel corso del 2008 e per parte del 2009, pur in presenza di un calo del Pil; nella parte finale del 2009 il credito ha invece mostrato tassi di variazione negativi, nonostante che l'attività produttiva abbia mostrato segnali di ripresa. Inoltre, il rapporto credito/Pil riflette, oltre che l'andamento congiunturale, la tendenza di lungo periodo alla finanziarizzazione tipica delle economie avanzate. Depurando da quest'ultima componente, emerge come la variazione ciclica del rapporto credito/Pil abbia iniziato a flettere in misura significativa dalla metà del 2008.

Figura 15

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



Fonte: Elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia.

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

²¹ Ad esempio per l'area dell'euro i prestiti alle imprese seguono il Pil con un ritardo di tre trimestri (con un coefficiente di correlazione di 0,68; cfr. BCE, 2009b). Per l'Italia si riscontra un ritardo analogo, ma con un grado di correlazione più contenuto.

Un tale andamento potrebbe indicare una riduzione dell'offerta di credito. Tuttavia un calo del rapporto rispetto al precedente picco ciclico in corrispondenza o all'indomani di una recessione si è registrato anche in passato (ad esempio nei periodi 1974-75 e 1992-93); non si può quindi escludere che l'attuale riduzione, peraltro ancora inferiore a quelle del passato, rifletta il deterioramento della rischiosità dei debitori, piuttosto che fattori di offerta connessi con le scelte delle banche. Il confronto storico indica inoltre che il calo dei prestiti tende a protrarsi ben oltre la fine della fase recessiva: la riduzione del volume del credito in rapporto al Pil potrebbe essere pertanto ancora lontano dall'essersi conclusa.

Rapporto di utilizzo delle linee di credito. Dalla metà del 2008 il rapporto tra il credito in conto corrente utilizzato e quello accordato è aumentato bruscamente (figura 16, pannello a), invertendo la precedente tendenza al calo: da valori inferiori al 41 per cento nella primavera del 2008 esso è salito a oltre il 45 nella prima parte del 2009. L'aumento è stato avviato dal credito accordato, il cui ritmo di crescita si è fortemente ridotto già nei primi mesi della crisi, divenendo negativo alla fine del 2008. Il credito utilizzato ha invece continuato a crescere fino all'inizio del 2009, e solo dallo scorso giugno ha iniziato a ridursi. Nei mesi più recenti il rapporto ha mostrato segnali di stabilizzazione, a fronte di una contrazione di entità pressoché analoga sia dell'accordato, sia dell'utilizzato.

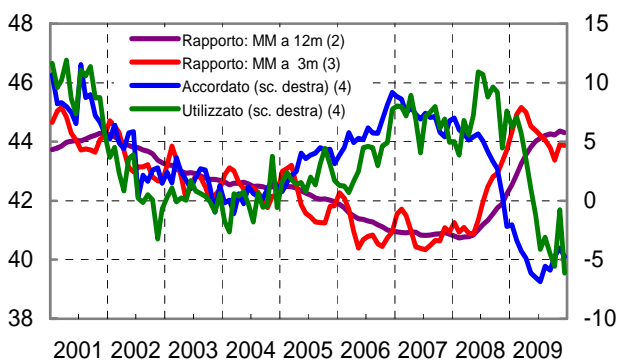
Il livello medio tuttora contenuto del rapporto di utilizzo indica che le imprese hanno ancora a disposizione margini assai ampi sulle linee di credito. La distribuzione del rapporto tra gruppi di imprese mostra però che l'incremento osservato nei mesi più recenti riflette pressoché per intero l'aumento registrato dalle imprese con un grado di utilizzo elevato (figura 16, pannello b); in particolare, alla fine dello scorso anno quasi il 10 per cento delle imprese si situava negli ultimi due decili della distribuzione (con un rapporto superiore all'80 per cento). Una possibile interpretazione è che le banche abbiano contenuto gli affidamenti alla clientela ritenuta marginale²².

Figura 16

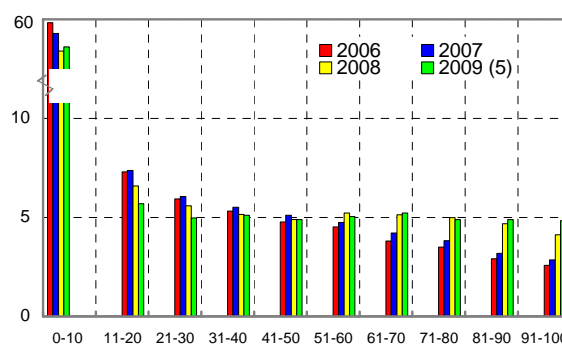
Rapporto di utilizzo delle linee di credito

(punti percentuali)

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



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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Centrale dei Bilanci.

(1) Campione di oltre 20.000 imprese. Asse delle ascisse: classi di rapporto di utilizzo delle linee di credito; asse delle ordinate: frequenze relative. – (2) Rapporto di utilizzo: media mobile a dodici mesi. – (3) Rapporto di utilizzo: media mobile a tre mesi. – (4) Variazioni percentuali sui dodici mesi. (5) Dati riferiti a fine novembre.

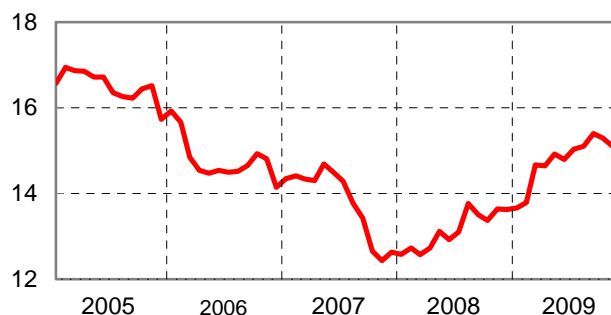
²² Nell'attuale fase, l'interpretazione dell'andamento del rapporto di utilizzo richiede cautela. Da un lato, gli intermediari possono aver aumentato (o ridotto meno) il credito accordato al fine di limitare l'incremento degli sconfinamenti, soggetti a un trattamento prudenziale sfavorevole; ciò riduce il rapporto di utilizzo, dando luogo a una sottostima di eventuali restrizioni nelle condizioni di offerta. Dall'altro lato, in seguito alla promulgazione della Legge n. 2 del 28 gennaio 2009, molte banche hanno sostituito la commissione di massimo scoperto, legata all'effettivo utilizzo delle linee di credito, con commissioni legate all'ammontare del credito accordato; ciò ha verosimilmente indotto le imprese a ridimensionare le richieste di accordato, accrescendo il rapporto di utilizzo e dando luogo a una sovrastima della restrizione all'offerta di prestiti.

Liquidità degli attivi bancari. Nel 2008 e soprattutto nel 2009 è fortemente aumentato il peso delle poste liquide sulle attività complessive delle banche. L'indice di liquidità, calcolato come rapporto fra la somma di cassa e titoli diversi da azioni e l'aggregato che li comprende insieme ai prestiti, ha interrotto la precedente tendenza al calo ed è tornato a crescere (figura 17).

Nel 2009 tale andamento è stato in larga misura la conseguenza del significativo aumento degli acquisti netti di titoli pubblici (figura 18): in particolare, durante lo scorso anno le banche hanno acquistato titoli di Stato per 42 miliardi, pari a circa il 40 per cento del flusso complessivo di raccolta sull'interno, a fronte di un volume di prestiti al settore privato pari a un terzo della raccolta; negli anni precedenti gli acquisti netti di titoli pubblici avevano rappresentato una quota trascurabile della raccolta (2 per cento nel 2008). Le banche mostrano quindi una propensione crescente a investire in attività liquide e a basso rischio.

Figura 17

(a) Indice di liquidità degli attivi bancari (1)
(dati mensili; punti percentuali)



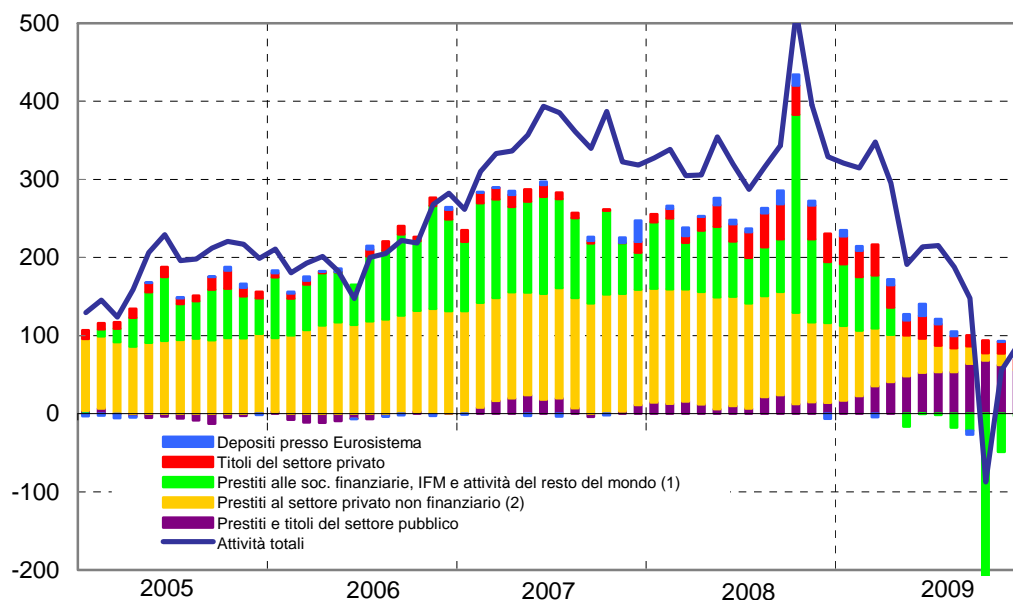
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Rapporto fra la somma di cassa e titoli diversi da azioni all'attivo e l'aggregato che li comprende insieme ai prestiti (escluso l'interbancario).

Figura 18

Principali attività delle banche in Italia

(dati mensili; flussi cumulati sui 12 mesi in miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

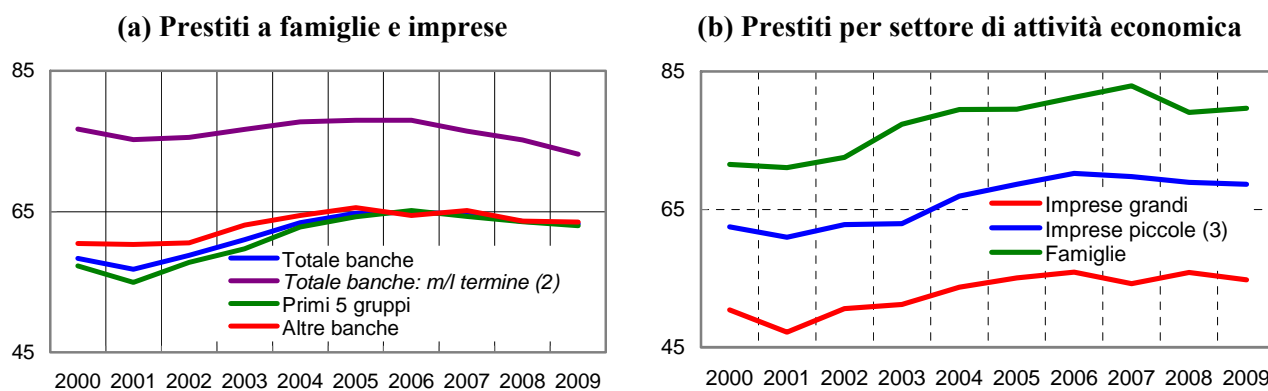
(1) Il resto del mondo include le attività nei confronti di residenti in paesi al di fuori dell'area dell'euro. I prestiti alle società finanziarie includono una stima dei prestiti cartolarizzati. – (2) Includono una stima dei prestiti cartolarizzati.

Quota di prestiti garantiti. Come già accennato, una restrizione dell'offerta di credito provocata da un innalzamento dell'avversione al rischio degli intermediari dovrebbe determinare un incremento della quota di prestiti assistiti da garanzie reali o personali. Durante la crisi finanziaria l'incidenza dei prestiti garantiti non ha però mostrato una chiara tendenza o variazioni significative (figura 19, pannello a e b).

Figura 19

Finanziamenti bancari assistiti da garanzia (1)

(in percentuale dei prestiti complessivi)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

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

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

4. LE INDAGINI CAMPIONARIE

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

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

Dal 2002 la Banca d'Italia e le altre banche centrali dell'area dell'euro effettuano presso i maggiori intermediari nazionali una indagine qualitativa trimestrale, la *Bank Lending Survey (BLS)*, al fine di valutare le condizioni della domanda e dell'offerta di credito a famiglie e imprese. Per l'Italia partecipano gli 8 principali gruppi bancari (cui fa capo il 60 per cento dei prestiti totali)²³.

Imprese

Secondo gli intermediari interpellati, durante la crisi finanziaria la *domanda* di prestiti da parte delle imprese si sarebbe indebolita: avrebbe iniziato a decelerare nel 2007 (figura 20, pannello

²³ Il questionario e le risposte delle banche italiane sono disponibili all'indirizzo <http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/bls>; i risultati sono commentati nel Bollettino Economico della Banca d'Italia.

a); avrebbe registrato una ulteriore, brusca flessione nei mesi a cavallo tra il 2008 e il 2009, mantenendosi poi debole. Al calo avrebbero contribuito tutte le principali determinanti: gli investimenti, le scorte, il fabbisogno di capitale circolante e le operazioni societarie.

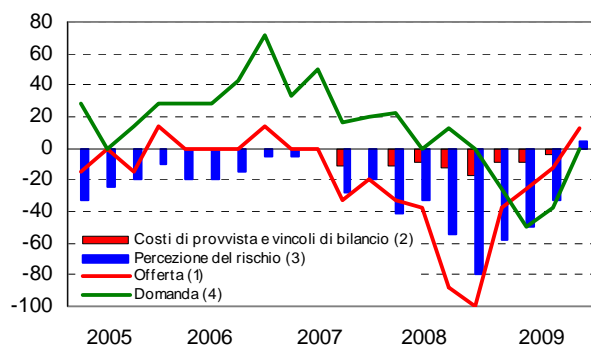
Le banche intervistate indicano che nell'ultimo biennio le *condizioni di offerta* di credito alle imprese si sarebbero fatte più restrittive: l'irrigidimento sarebbe iniziato alla fine del 2007 e avrebbe raggiunto l'apice alla fine del 2008; si sarebbe poi attenuato nel 2009, fino ad annullarsi nella rilevazione dello scorso gennaio. Non emergono differenze significative fra piccole e grandi imprese (figura A4, pannello a). Riguardo le cause, l'irrigidimento dell'offerta di credito alle imprese sarebbe ascrivibile in primo luogo all'aumento della rischiosità dei debitori, derivante sia dal deterioramento delle prospettive dell'economia italiana nel suo complesso sia dalle difficoltà di specifici settori produttivi. Secondo le banche, anche i vincoli di bilancio connessi con la loro capacità di reperire finanziamenti e con la situazione patrimoniale e di liquidità avrebbero contribuito a frenare l'offerta di prestiti; l'entità di questi effetti è nel complesso limitata ma ha assunto rilevanza nella fase acuta della crisi, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009²⁴. La restrizione sarebbe stata attuata per lo più ampliando i margini sui prestiti, soprattutto quelli ai clienti più rischiosi; tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, le banche hanno dichiarato di aver anche limitato i finanziamenti e ridotto le linee di credito.

L'andamento e l'intensità delle restrizioni all'offerta segnalati dalle banche italiane sono simili a quelli rilevati in altri principali paesi (figura 20, pannello b): negli Stati Uniti e in Gran Bretagna – dove le banche centrali conducono sondaggi analoghi alla *BLS* – e nel complesso dell'area dell'euro la restrizione avrebbe raggiunto una punta nel 2008, per poi attenuarsi nel 2009.

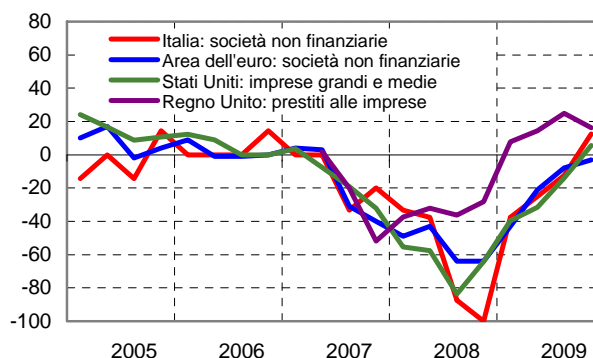
Figura 20

Bank Lending Survey: domanda e offerta di prestiti alle imprese
(percentuali nette)

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



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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Federal Reserve e Bank of England.

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

²⁴ Cfr. la figura A5 e i riquadri su *Domanda e Offerta di credito in Italia* nei numeri 55, 56 e 57 del Bollettino Economico della Banca d'Italia.

Famiglie

La *domanda* da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sarebbe indebolita bruscamente tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008 (figura 21, pannello a), riflettendo il deterioramento delle condizioni del mercato immobiliare e il calo del clima di fiducia delle famiglie; successivamente, nella parte finale dello scorso anno, la richiesta di mutui avrebbe mostrato un qualche recupero. La decelerazione della domanda di credito al consumo sarebbe iniziata più tardi, rimanendo poi contenuta (figura A4, pannello b).

Le tensioni nell'*offerta* di prestiti alle famiglie sarebbero insorte nel 2008 e si sarebbero mantenute di intensità inferiore rispetto a quelle segnalate per le imprese; attualmente riguarderebbero unicamente il credito al consumo. La disponibilità di credito avrebbe risentito della percezione da parte delle banche di un peggioramento delle condizioni del mercato immobiliare (figura A5, pannello b). Anche per le famiglie la restrizione sarebbe stata attuata principalmente attraverso un aumento dei margini sui prestiti; nella fase acuta della crisi, le banche avrebbero anche aumentato la richiesta di garanzie per dato volume di mutui.

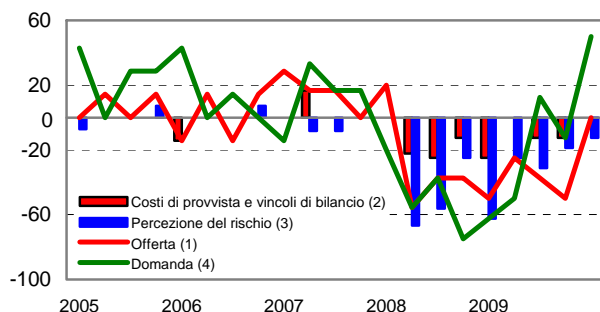
Come per le imprese, l'andamento delle restrizioni all'offerta di prestiti alle famiglie segnalato dalle banche italiane è simile a quello rilevato negli altri principali paesi (figura 21, pannello b).

Figura 21

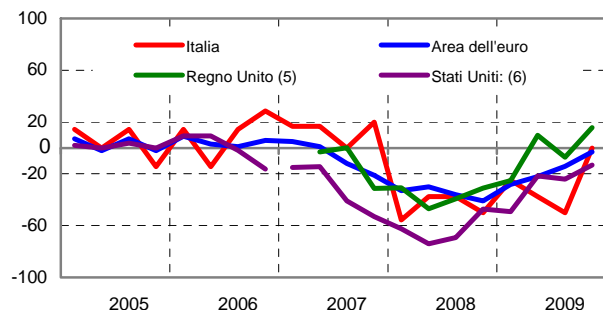
Domanda e offerta di mutui alle famiglie

(percentuali nette)

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



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



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE, Federal Reserve e Bank of England.

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

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

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

4.2 Il punto di vista delle imprese

Indagini presso le imprese circa le condizioni della domanda e dell'offerta di credito sono svolte: (i) dalla Banca d'Italia congiuntamente con *Il Sole 24-Ore* nell'ambito dell'indagine trimestrale sulle aspettative di inflazione e crescita da parte delle imprese dell'industria e dei servizi con almeno 50 addetti,²⁵ (ii) dalla Banca d'Italia due volte l'anno (una prima volta tra febbraio e aprile mediante l'Indagine campionaria e una seconda in autunno attraverso il Sondaggio congiunturale) presso le imprese industriali e dei servizi con 20 o più addetti²⁶; (iii) dall'ISAE con l'inchiesta mensile presso le imprese manifatturiere ed estrattive²⁷; (iv) dalla BCE con il sondaggio sul finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI) nell'area dell'Euro, condotto per la prima volta nel 2009 (in giugno e in dicembre). Nonostante il comune obiettivo di esaminare l'accesso al credito da parte delle imprese, le indagini differiscono quanto a metodologia, numerosità e tipologia delle aziende intervistate; i risultati sono pertanto confrontabili unicamente dal punto di vista qualitativo²⁸.

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

Andamento dell'offerta. La figura 22 riassume, sulla base dei diversi sondaggi, l'andamento della quota di imprese che nell'ultimo biennio ha segnalato difficoltà di accesso al credito (valori più elevati indicano un peggioramento delle condizioni di offerta di prestiti rispetto allo specifico periodo di riferimento). Le opinioni delle imprese concordano con quelle delle banche riguardo l'ipotesi che la restrizione dell'offerta di credito sarebbe emersa all'inizio del 2008 e avrebbe raggiunto l'apice a cavallo tra il 2008 e il 2009. A differenza della *BLS*, tuttavia, la tendenza al miglioramento delle condizioni di offerta nei mesi più recenti è meno evidente; in particolare, secondo il sondaggio della BCE, nella seconda parte dell'anno la quota complessiva di aziende che lamenta un irrigidimento delle condizioni di offerta rimane pressoché inalterata, al 31 per cento.

²⁵ Cfr. il Supplemento al Bollettino Statistico "Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita", disponibile all'indirizzo: <http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/indaspe>.

²⁶ Si vedano il Supplemento al Bollettino Statistico "Indagine sulle imprese industriali e dei servizi", disponibile all'indirizzo: <http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/indimpser> e il Supplemento al Bollettino Statistico "Sondaggio congiunturale sulle imprese industriali e dei servizi", disponibile all'indirizzo: <http://www.bancaditalia.it/statistiche/indcamp/sondaggio>.

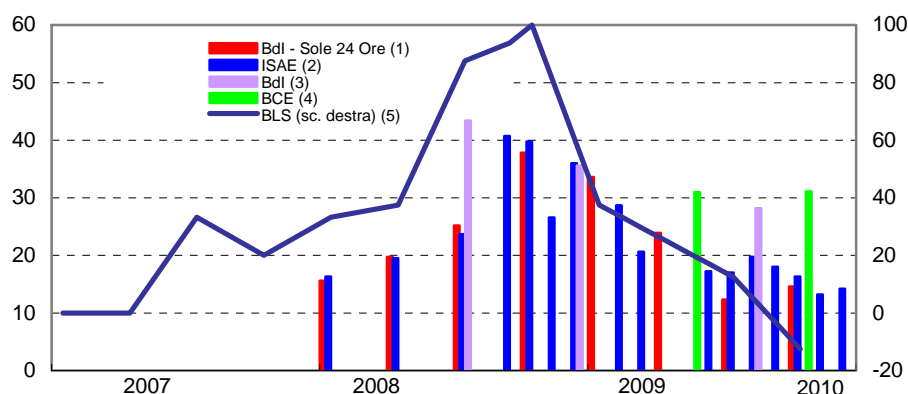
²⁷ A partire dal 2008, l'ISAE ha inserito all'interno dei propri questionari alcune domande sulle condizioni di accesso al credito, dapprima su base trimestrale e successivamente, da novembre 2008, su base mensile. Domande sulle condizioni di accesso al credito sono contenute anche nelle inchieste sui settori dei servizi, del commercio e, a partire da maggio 2009, delle costruzioni; per un'analisi dettagliata dei risultati relativi a questi settori, non commentati nel testo, cfr. ISAE (2010).

²⁸ Per un'analisi dei risultati delle indagini presso le imprese, si veda anche Paolazzi e Rapacciuolo (2009).

Figura 22

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

(percentuali nette)



Fonti: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Banca d'Italia–Il Sole 24 Ore, ISAE, BCE.

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

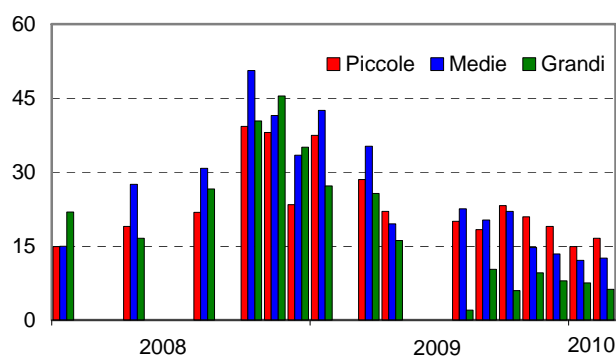
Nella fase di più difficile accesso al credito, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, le difficoltà si sarebbero manifestate in misura analoga per le imprese sia grandi sia piccole e medie (figura 23). Differenze sono emerse nei mesi più recenti: sia il sondaggio ISAE sia quello Banca d'Italia–Il Sole 24-Ore segnalano che le tensioni si sarebbero decisamente affievolite per le imprese grandi, mentre sarebbero proseguite, attenuandosi solo leggermente, per quelle piccole e medie.

Figura 23

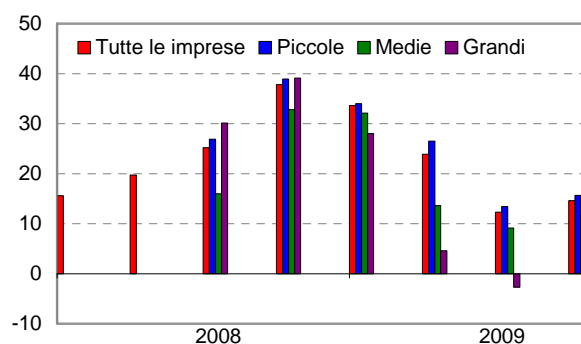
Indici delle condizioni di accesso al credito per dimensione d'impresa (1)

(percentuali nette)

(a) Inchiesta ISAE (2)



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



Fonti: elaborazioni su dati ISAE e Banca d'Italia–Il Sole 24 Ore.

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

Le risposte all'indagine della BCE si discostano in parte da quelle appena descritte e dalle indicazioni rivenienti dalla *BLS*²⁹. Nei primi sei mesi del 2009 la restrizione creditizia risulta assai

²⁹ Come detto, nella *BLS* non emergono differenze significative nell'andamento dell'offerta fra le imprese grandi (definite come quelle con fatturato annuo superiore a 50 milioni di euro) e quelle piccole (con fatturato inferiore a 50 milioni).

maggiore per le imprese grandi (con più di 250 addetti) rispetto alle altre (tavola 1)³⁰. Nella seconda parte dell'anno, tuttavia, le imprese minori (con meno di 50 addetti) denunciano un peggioramento delle condizioni di offerta, a fronte di un'attenuazione della restrizione per le imprese maggiori. Infine, secondo il Sondaggio congiunturale della Banca d'Italia nei trimestri centrali del 2009 l'intensità della restrizione sarebbe rimasta simile per le imprese di diverse dimensioni, analogamente a quanto rilevato per lo stesso periodo del 2008.

Tavola 1

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

(valori percentuali)

(a) Sondaggi della Banca Centrale Europea

(b) Sondaggio congiunturale della Banca d'Italia

Imprese	No. addetti	Restrizione dell'offerta (1)		Imprese razionate (2)		Imprese	No. addetti	Restrizione dell'offerta (3)		Imprese razionate (4)	
		2009 I sem.	2009 II sem.	2009 I sem.	2009 II sem.			2008 II-III trim.	2009 II-III trim.	2008 II-III trim.	2009 II-III trim.
Grandi	250+	46.9	36.2	1.9	5.1	Grandi	500+	45.1	32.9	2.5	6.8
Piccole e medie	< 250	26.0	29.4	3.0	6.5	Piccole e medie					
di cui: micro	1-9	28.8	33.3	3.6	7.6	20-49		41.5	31.3	3.7	8.7
piccole	10-49	19.2	26.0	2.3	5.9	50-199		47.1	32.4	3.3	9.8
medie	50-249	28.1	22.4	1.9	3.3	200-499		49.5	38.1	3.3	9.6
Totale		31.3	31.1	2.8	6.3	Totale		43.4	31.9	3.6	9.0

Fonti: BCE, Banca d'Italia.

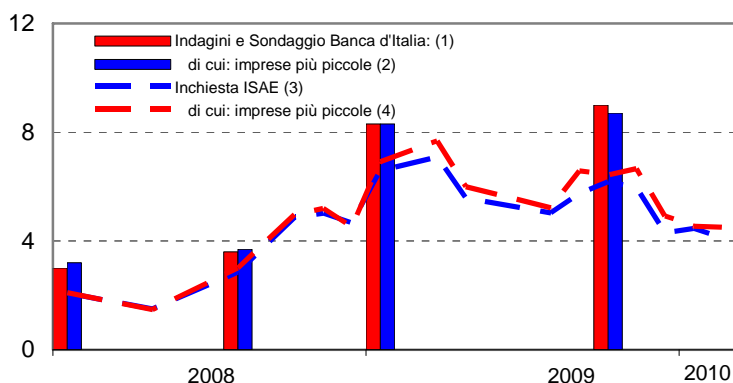
(1) Differenza tra la percentuale di risposte indicanti un irrigidimento dei criteri di erogazione del credito e la percentuale di risposte indicanti un allentamento. (2) Percentuale di imprese a cui la banca ha rifiutato la concessione o il rinnovo del prestito. (3) Percentuale netta di imprese che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

Razionamento. I sondaggi presso le imprese forniscono indicazioni riguardo l'esistenza di fenomeni di razionamento, ossia situazioni in cui le imprese hanno effettivamente richiesto finanziamenti alle banche, ricevendo però un rifiuto da parte degli intermediari³¹. Secondo il Sondaggio della Banca d'Italia del settembre-ottobre 2009 la quota di imprese che si dichiarano razionate sarebbe del 9,0 per cento (figura 24). In base all'inchiesta ISAE dello scorso febbraio tale quota sarebbe invece di circa il 4 per cento (per le imprese del settore manifatturiero); le società minori denunciano un tasso di rifiuto moderatamente più alto. Segnali analoghi vengono dall'indagine della BCE, secondo cui le micro-imprese (con meno di 10

Figura 24

Imprese razionate sul mercato del credito

(percentuali di imprese)



Fonte: elaborazioni su dati ISAE e Banca d'Italia

(1) Sondaggio: quota di imprese che denuncia un inasprimento delle condizioni di indebitamento e cita le richieste di finanziamenti non accettate come una delle cause. Indagine: quota di imprese che dichiara di desiderare maggiori prestiti e che ha ricevuto un rifiuto dalle banche. – (2) Imprese con un numero di addetti fra 20 e 49. – (3) Quota di imprese manifatturiere che dichiara di non aver ottenuto il credito richiesto a causa del rifiuto da parte della banca. – (4) Imprese con un numero di addetti fra 10 e 99.

³⁰ Nel sondaggio della BCE, le imprese sono classificate secondo lo schema: micro imprese: 1-9 addetti; imprese piccole: 10-49 addetti; imprese medie: 50-249 addetti; imprese grandi: 250 e oltre. Nel Sondaggio Banca d'Italia le imprese sono classificate in classi con: tra 20 e 49 addetti; tra 50 e 199 addetti; tra 200 e 499 addetti; uguale e oltre 500 addetti.

³¹ Un simile criterio per individuare le imprese razionate è stato seguito da Angelini *et al.* (1998) e Angelini e Generale (2008).

addetti) che si dichiarano razzionate nella seconda metà del 2009 sono il 7,6 per cento del totale (tavola 1), a fronte di percentuali più basse per le aziende maggiori. Secondo l'indagine ISAE nei mesi recenti il fenomeno sarebbe rimasto sui livelli dell'inizio del 2009, mentre le rilevazioni della Banca d'Italia e quelle della BCE indicano un peggioramento.

5. LE ANALISI ECONOMETRICHE

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

5.1 Una stima degli effetti di offerta

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

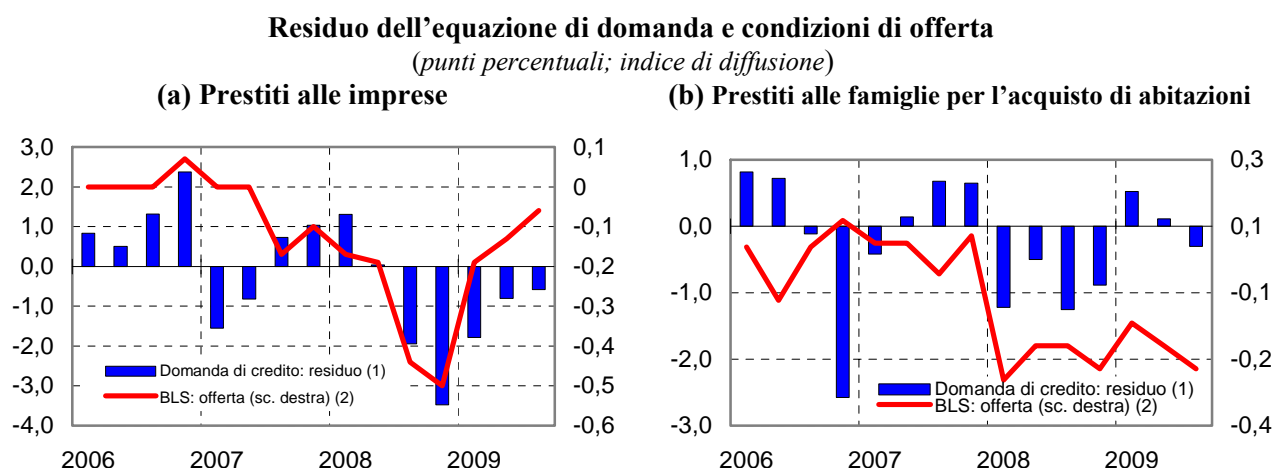
Con riferimento alla domanda di prestiti da parte delle imprese, l'esercizio appena illustrato è stato condotto con il modello basato su Casolaro *et al.* (2006). Come già descritto nel paragrafo 3.1, il modello pone in relazione la dinamica del credito con l'andamento del Pil, con il fabbisogno finanziario delle imprese (misurato dal rapporto fra investimenti e margine operativo lordo) e con il differenziale fra i tassi bancari attivi e i tassi del mercato monetario³². I risultati mostrano che nei mesi più recenti, con l'acuirsi della crisi, i residui dell'equazione di domanda stimata – che in precedenza oscillavano intorno allo zero e assumevano valori ridotti in termini assoluti – sono divenuti sistematicamente negativi e si sono ingranditi (figura 25, pannello a), raggiungendo un picco nell'ultimo trimestre del 2008. Per di più, l'andamento nel tempo dei residui mostra una chiara correlazione con l'indice di restrizione dell'offerta di credito alle imprese desunto dalla *BLS*. Nell'intervallo che intercorre fra il terzo trimestre del 2008 e il corrispondente periodo del 2009, la flessione del ritmo di espansione annuo dei prestiti attribuibile alla restrizione dell'offerta da parte delle banche è stimabile in circa 1,5 punti percentuali³³.

³² Il modello è stato stimato per il periodo 1986-2009.

³³ Di Giulio (2009), utilizzando un metodo analogo, giunge a conclusioni diverse circa la rilevanza dei fattori di offerta sulla dinamica del credito alle imprese: nell'ultimo biennio lo stock dei prestiti erogati dalle banche avrebbe sistematicamente superato la domanda; nel primo semestre del 2009 il volume di "extra-credito" viene stimato in circa il 10 per cento dei prestiti complessivi. Le divergenze rispetto ai risultati descritti nel testo riflettono differenze metodologiche. In primo luogo, Di Giulio (2009) pone in relazione la domanda di credito *nominale* con il valore aggiunto *reale*, invece che *nominale*; replicando l'esercizio di Di Giulio (2009) con la specificazione del modello basato su Casolaro *et al.* (2006) (ossia utilizzando come variabile di scala il valore aggiunto nominale), il credito erogato dalle banche è leggermente superiore alla domanda stimata solo fino al terzo trimestre del 2008, per poi divenire inferiore (lo scostamento è pari al 2 per cento dello stock di credito complessivo alle imprese). In secondo luogo, in Di Giulio (2009) la previsione relativa alla domanda di credito è ottenuta stimando il modello fino al terzo trimestre del 2007 ed effettuando per i successivi periodi una previsione dinamica fuori dal campione. Tale metodo fornisce risultati diversi a seconda del periodo di stima e previsione, in quanto i valori previsti per i periodi successivi al primo dipendono dai valori previsti della dipendente nei periodi precedenti; ad esempio, replicando l'esercizio di Di Giulio (2009) estendendo il

Un esercizio analogo è stato effettuato per la domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie, utilizzando il modello basato su Casolaro e Gambacorta (2005), in cui la domanda di mutui è rapportata ai prezzi degli immobili, al Pil e al tasso di interesse sui prestiti. In questo caso gli effetti di offerta sembrano contenuti: fra la fine del 2007 e quella del 2009 i residui dell'equazione di domanda continuano a oscillare intorno allo zero, senza mostrare una chiara tendenza (figura 25, pannello b)³⁴.

Figura 25



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

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

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

In presenza di fenomeni di razionamento, l'esame della domanda fornisce informazioni utili nel breve periodo, prima che le richieste di finanziamenti possano adattarsi al nuovo contesto, ma potrebbe sviare l'analisi su orizzonti temporali più estesi. In una tale situazione l'esistenza di eventuali restrizioni alla disponibilità di credito va ricercata analizzando direttamente le politiche di offerta seguite dalle banche.

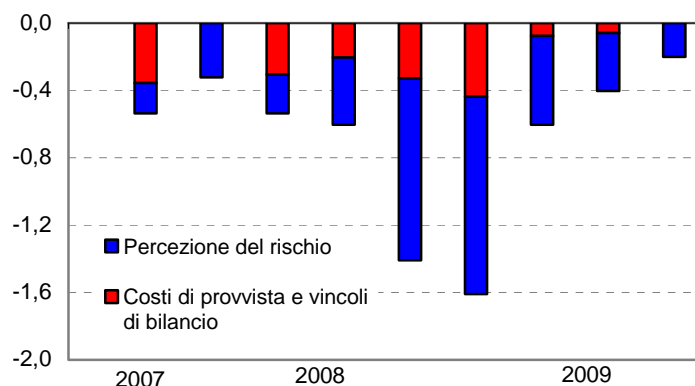
periodo di stima al secondo trimestre del 2008, la domanda stimata supera il credito effettivamente erogato per l'intero periodo di previsione. Inoltre i residui così stimati possono essere attribuiti ai fattori di offerta solo al primo orizzonte di previsione.

³⁴ Durante tale periodo, i residui dell'equazione stimata non risultano statisticamente diversi da zero.

Figura 26

Effetti della restrizione dell'offerta sulla dinamica dei prestiti alle imprese (1)

(contributi percentuali al tasso di crescita trimestrale)



Fonte: elaborazioni da Del Giovane *et al.* (2010).

(1) Valori riferiti al campione di banche italiane partecipanti alla BLS.

Del Giovane *et al.* (2010) valutano l'effetto dei fattori sia di domanda sia di offerta sulla dinamica dei prestiti a famiglie e imprese sulla base delle risposte delle banche italiane alla BLS. Dopo aver analizzato la relazione esistente a livello di singola banca fra il credito erogato da un lato e gli indicatori della BLS circa le condizioni di domanda e di offerta dall'altro, il lavoro effettua un esercizio controfattuale al fine di stimare il contributo dei fattori di offerta alla riduzione della crescita trimestrale dei prestiti³⁵. Per il periodo compreso tra il terzo trimestre del 2007 e la fine del 2009 questo è stimato in un intervallo compreso fra due punti e mezzo e tre

punti e mezzo (in ragione d'anno), in media³⁶; la restrizione si sarebbe peraltro significativamente attenuata nei mesi più recenti (figura 26). I risultati indicano che i criteri di offerta sarebbero divenuti restrittivi in risposta soprattutto alla maggiore rischiosità del quadro macroeconomico e dei debitori percepita dagli intermediari, in particolare all'indomani del dissesto di Lehman. Le condizioni di bilancio delle banche, quali la capitalizzazione, il grado di liquidità e l'accesso alle fonti di finanziamento avrebbero esercitato un effetto di rilevanza contenuta, concentrato nella fase acuta della crisi.

Utilizzando un campione di circa 20.000 osservazioni a livello banca-impresa, Albertazzi e Marchetti (2010) valutano l'impatto dei fattori di offerta sulla dinamica dei prestiti alle imprese nel periodo di maggiore crisi (settembre 2008-marzo 2009). Il lavoro impiega una metodologia econometrica volta a tener conto sia delle variazioni della domanda da parte delle imprese sia delle caratteristiche delle aziende in grado di influenzare l'offerta di credito, quale ad esempio la rischiosità; ciò consente di isolare l'effetto di eventuali restrizioni dal lato dell'offerta³⁷. Nel complesso, l'impatto sulla dinamica annuale dei prestiti derivante da vincoli patrimoniali e di liquidità delle banche è stimato in circa un punto percentuale. La restrizione sarebbe stata più intensa per le banche appartenenti ai maggiori gruppi; gli intermediari con un minor livello di capitalizzazione avrebbero ridotto l'offerta in particolare nei confronti delle imprese più piccole e più rischiose. Una ampia quota di aziende colpite dalla riduzione dell'offerta sarebbe riuscita solo in parte a ottenere credito da altre banche, presumibilmente a causa del fatto che l'incertezza e le difficoltà di finanziamento causate dalla crisi avrebbero reso stringenti i vincoli di bilancio per gli intermediari.

³⁵ L'esercizio confronta la crescita stimata del credito erogato dalle singole banche con quella che si sarebbe registrata se le condizioni di offerta di credito, misurate dalla BLS, fossero rimaste invariate sui valori precedenti la crisi.

³⁶ Come sottolineato dagli autori, tale valore potrebbe sovrastimare la restrizione dell'offerta di credito per il sistema bancario nel suo complesso, in quanto gli intermediari partecipanti alla BLS hanno registrato un rallentamento dei prestiti alle imprese accentuato rispetto alle altre banche.

³⁷ Nel dettaglio, il lavoro analizza una *cross section* di osservazioni banca impresa, sfruttando il fenomeno del multi-affidamento per introdurre effetti fissi di impresa che consentono di controllare per tutte le caratteristiche riconducibili alle imprese debentrici, inclusa la loro domanda di credito.

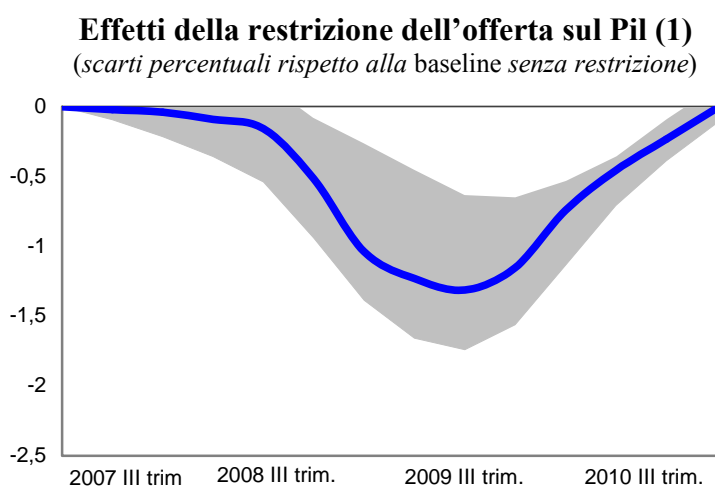
5.2 Gli effetti sull'attività economica

Questo paragrafo valuta l'impatto macroeconomico della minore disponibilità di credito utilizzando il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia³⁸. A tale fine è stato confrontato l'andamento della domanda aggregata e del Pil in due scenari alternativi. Nel primo scenario, realizzato con la versione standard del modello econometrico, l'accumulazione di capitale produttivo è stata posta in relazione con il costo dei finanziamenti, con le prospettive di domanda e con il clima di fiducia delle imprese. Nel secondo scenario, tra le variabili esplicative dell'equazione degli investimenti è stata inclusa, in aggiunta alle precedenti variabili, una stima dell'entità della restrizione dell'offerta di credito. Per tener conto delle difficoltà di misurazione, quest'ultima componente viene stimata in più modi; oltre ai risultati dei modelli descritti nel paragrafo 5.1, è stato utilizzato il modello di Fair e Jaffee (1972), che ipotizza l'esistenza di una relazione positiva tra l'eccesso di domanda e il prezzo relativo di un bene³⁹. Lo shock così ottenuto è stato poi usato per valutare l'andamento del Pil nello scenario alternativo⁴⁰.

I risultati di questi esercizi sono sintetizzati nella figura 27, che riporta il valore mediano (la curva continua) e il campo di oscillazione (la fascia ombreggiata) delle diverse stime in ciascun periodo. I risultati indicano che l'effetto dell'offerta di credito sul prodotto, trascurabile nel 2007, sarebbe rimasto contenuto nel 2008. Esso sarebbe poi aumentato fino al terzo trimestre del 2009, raggiungendo un valore compreso tra un minimo di circa 0,5 e un massimo di circa 1,5 punti percentuali, a seconda dei metodi utilizzati; durante lo scorso anno la contrazione media del prodotto riconducibile alla riduzione dell'offerta di credito è valutabile in 1,2 punti percentuali. L'effetto sarebbe destinato ad assottigliarsi e ad annullarsi nel 2010.

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

Figura 27



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) Per ciascun trimestre il margine superiore e il margine inferiore dell'area rappresentano, rispettivamente, la stima massima e minima dell'impatto della restrizione; la linea continua rappresenta la stima mediana.

³⁸ Siamo grati a Lisa Rodano per aver effettuato le elaborazioni con il modello econometrico trimestrale della Banca d'Italia.

³⁹ Nell'esercizio effettuato l'eccesso di domanda sul mercato del credito viene stimato sulla base del prezzo relativo dei prestiti, approssimato con lo *spread* tra il tasso bancario attivo e il tasso interbancario a tre mesi.

⁴⁰ L'utilizzo di tale versione modificata del modello consente di ridurre in misura considerevole l'errore di stima degli investimenti e quindi del prodotto per il 2009.

Lehman)⁴¹. Inoltre, la flessione dell'attività produttiva attribuibile al calo dell'offerta di credito va confrontata con la caduta complessiva del prodotto attribuibile alla crisi, in assenza delle politiche monetarie e fiscali espansive attuate a livello internazionale per contrastare la contrazione dell'attività. Per l'Italia si stima che in assenza di interventi, il complesso dei fattori di crisi avrebbe compresso il *livello* del Pil per oltre 6,5 punti percentuali nel 2009 e quasi 10 nel 2010⁴²; agli effetti della restrizione creditizia sugli investimenti sarebbe quindi attribuibile circa un quinto dell'impatto della crisi sull'economia italiana nel 2009; per il 2010 il contributo della restrizione creditizia alla caduta del Pil rappresenterebbe invece una frazione trascurabile del totale.

Un esercizio simile a quello appena descritto per gli investimenti è stato effettuato anche per i consumi. A tal fine gli indicatori delle condizioni di offerta di credito alle famiglie sono stati inclusi nell'equazione del consumo, al fine di valutare il potenziale impatto della restrizione. I risultati suggeriscono che gli effetti sarebbero stati trascurabili; l'inclusione delle *proxy* della restrizione dell'offerta di prestiti alle famiglie non riduce significativamente l'errore di stima, assai contenuto già prima di tale modifica (cfr. Caivano *et al.*, 2010).

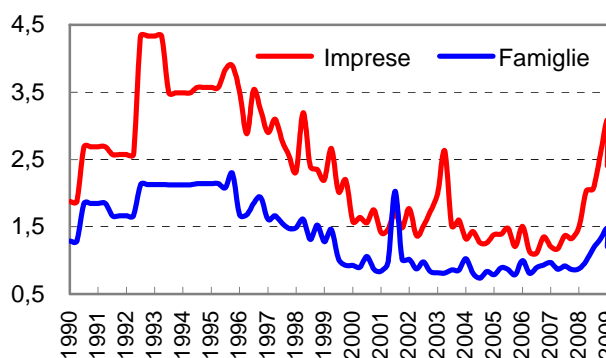
6. UNA VALUTAZIONE D'ASSIEME

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

I risultati indicano che a frenare la dinamica degli impieghi avrebbero concorso tensioni dal lato dell'offerta, originate soprattutto dal sensibile peggioramento della qualità dei prestiti: l'incremento delle sofferenze, tuttora in atto, è diffuso tra categorie di intermediari e aree geografiche; è accentuato per le imprese, soprattutto quelle manifatturiere e di costruzioni, ma riguarda anche le famiglie (figura 28). Il peggioramento del merito di credito della clientela bancaria è confermato da numerosi indicatori sia bancari – quali l'aumento dei crediti incagliati o ristrutturati – sia di mercato, quali gli *spread* sulle obbligazioni societarie. Si tratta di un fenomeno evidente, la cui analisi esula tuttavia dello scopo di questo lavoro. In un contesto di questa natura, la cautela che caratterizza le scelte di affidamento seguite

Figura 28

Sofferenze per settore economico (1)
(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Dal 1996, flusso annualizzato di sofferenze rettificato nel trimestre in rapporto alla consistenza dei prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente, depurate dalla componente stagionale; fino al 1995, dati annuali trimestralizzati.

⁴¹ Le variabili esplicative dell'equazione degli investimenti includono il clima di fiducia delle imprese. Tale variabile potrebbe non riuscire a cogliere appieno il deterioramento delle aspettative registrato nelle fasi acute della crisi; ad esempio, essa rappresenta il saldo tra la quota di imprese pessimiste e quella di imprese ottimiste, ma non tiene conto del *grado* di pessimismo delle prime.

⁴² La valutazione è tratta da Caivano *et al.* (2010), che mostrano che la caduta dell'attività produttiva in Italia è principalmente dovuta a fattori di natura internazionale, oltre che a fattori di natura finanziaria e alla crisi di fiducia di famiglie e imprese.

dalle banche non sorprende; tale circostanza è tipica delle fasi di recessione dell'economia reale, ma nella fase attuale potrebbe essere accentuata da un aumento dell'avversione al rischio degli intermediari.

L'irrigidimento dei criteri di offerta di credito sembra inoltre riflettere l'impatto che la crisi ha avuto, soprattutto in una fase iniziale, sulla condizione patrimoniale e di liquidità delle banche, sulla loro capacità di accedere ai finanziamenti esterni. Gli effetti di questi fattori sulla dinamica dei prestiti sono difficili da stimare con precisione; essi vengono però segnalati dagli indicatori del mercato del credito e da più fonti di natura qualitativa, incluse le risposte fornite dalle stesse banche ai sondaggi dell'Eurosistema. Le indagini econometriche avvalorano tali indicazioni, suggerendo che la decelerazione del credito direttamente riconducibile alle condizioni e alle scelte delle banche sarebbe di entità contenuta e avrebbe riguardato prevalentemente i mesi in cui le tensioni finanziarie sono state più acute.

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

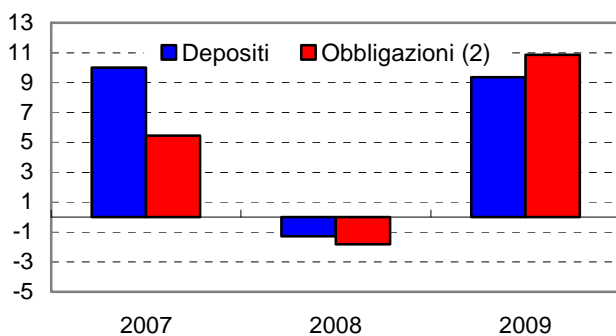
Le imprese italiane, al fine di attenuare gli effetti della minore disponibilità di credito, dopo aver ridotto nel 2008 i depositi bancari nel 2009 hanno aumentato il ricorso ai finanziamenti obbligazionari (figura 29, pannello a). Nonostante tale aumento, le emissioni di titoli in rapporto al prodotto interno lordo sono rimaste contenute nel confronto internazionale (figura 29, pannello b); esse hanno inoltre riguardato un ristretto numero di aziende di grandi dimensioni: nel 2009 hanno emesso obbligazioni sul mercato dei capitali solo 14 imprese italiane (5 nel 2008), contro circa 400 (sia grandi, sia piccole e medie) negli Stati Uniti, 50 nel regno Unito e 150 nel resto dell'area dell'euro.

Figura 29

Attività e passività delle imprese

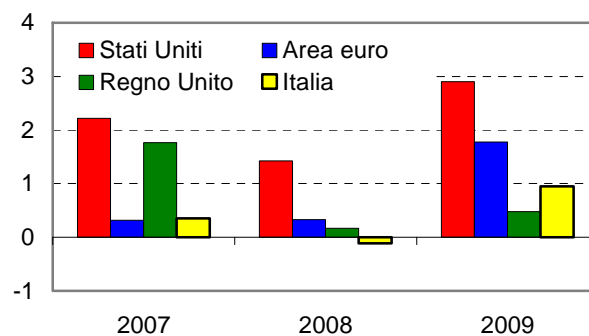
(a) Depositi attivi e obbligazioni emesse dalle imprese italiane

(flussi sui 12 mesi in miliardi di euro)



(b) Emissioni di obbligazioni in rapporto al Pil: confronto internazionale (1) (2)

(in percentuale del Pil)



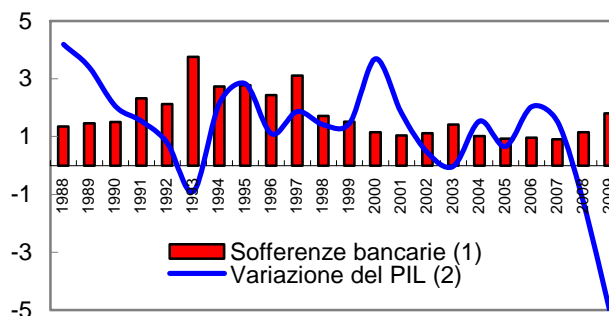
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia; Bce, Federal Reserve, Office for National Statistics.

(1) Flussi sui dodici mesi, in percentuale del PIL a prezzi correnti. – (2) Il dato del 2009 si riferisce ai primi tre trimestri.

Lo scarso sviluppo del mercato obbligazionario rappresenta un tratto strutturale del nostro sistema finanziario. Nel 2008 la consistenza delle obbligazioni emesse dalle imprese rappresentava in Italia il 5 per cento dei debiti finanziari, contro l'8 in Germania, il 20 in Francia e nel Regno Unito, il 35 negli Stati Uniti. Si tratta di un problema ben noto, legato alla più generale questione dell'inadeguata dimensione del mercato dei capitali, che affonda le sue radici in caratteristiche strutturali del nostro sistema produttivo⁴³.

Figura 30

Sofferenze bancarie e PIL
(dati annuali; valori e variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Flusso di nuove sofferenze rettifiche nell'anno in rapporto alla consistenza dei prestiti non in sofferenza alla fine dell'anno precedente. Per la definizione di sofferenze rettifiche cfr. la relativa voce del Glossario nell'Appendice alla Relazione della Banca d'Italia sull'anno 2008. – (2) A prezzi costanti.

Le tensioni nell'offerta di credito potrebbero estendersi ai prossimi mesi. L'esperienza passata indica infatti che l'aumento dei crediti inesigibili emerge con ritardo rispetto alla fase recessiva, per poi proseguire ben oltre l'avvio della ripresa⁴⁴: ad esempio, a seguito della recessione dell'economia italiana a cavallo tra il 1992 e il 1993, il rapporto tra il flusso di nuove sofferenze e la consistenza dei prestiti, dopo aver toccato una vetta di circa il 4 per cento nel 1993, è rimasto a lungo elevato (intorno al 3 per cento), per poi scendere solo gradualmente verso i livelli pre-crisi (figura 30). Inoltre, il ritardo con cui i dati contabili delle imprese affidate registrano gli effetti della recessione

– riduzione delle vendite, calo di redditività, perdite – provocheranno nei prossimi mesi un deterioramento del merito di credito stimato dagli intermediari mediante sistemi automatici di selezione della clientela. L'effetto congiunto di questi due fattori potrebbe indurre le banche – soprattutto le più grandi, che fondano le loro scelte su dati di tipo quantitativo quali i bilanci (la cosiddetta *hard information*) piuttosto che su informazioni qualitative derivanti dal rapporto diretto con la clientela (*soft information*) – a mantenere un atteggiamento di cautela nell'offerta di credito, pur in una fase di ripresa ciclica. Per di più, l'abbrivio che caratterizza l'operatività delle banche fa sì che l'adozione di criteri di offerta di credito maggiormente restrittivi si ripercuota sulla dinamica dei prestiti con un ritardo di alcuni trimestri.

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

A sostenere l'offerta di credito concorrono inoltre i numerosi interventi effettuati dalle autorità dall'avvio della crisi. Dato il ruolo preminente del rischio di credito tra gli ostacoli all'espansione dei prestiti, particolare rilevanza assumono le misure volte a sostenere finanziariamente le imprese, migliorandone il merito di credito e contenendone le insolvenze. Nei mesi scorsi sono state estese le

⁴³ Cfr. Panetta (2002): "Le rigidità derivanti dall'elevata imposizione fiscale, dalla scarsa flessibilità dei mercati dei beni e del lavoro e dalla bassa efficienza dei servizi pubblici costituiscono una grave remora alla crescita dimensionale delle imprese italiane, caratterizzate anche per queste ragioni da dimensioni assai contenute nel confronto internazionale. Una delle conseguenze del "nanismo" del nostro sistema produttivo è la bassa domanda di servizi finanziari (quali ad esempio l'assistenza alla quotazione e alla emissione di obbligazioni, il collocamento di prestiti sindacati, la consulenza per fusioni e acquisizioni). Si tratta infatti di servizi ampiamente utilizzati dalle grandi aziende ma poco richiesti dalle imprese piccole, in genere caratterizzate da un numero ristretto di soci e non presenti sui mercati dei capitali".

⁴⁴ Tale tendenza è stata rilevata anche in altri paesi; cfr., ad esempio, Kannan (2009).

garanzie pubbliche sui finanziamenti bancari concesse dal Fondo Centrale di Garanzia per le piccole e medie imprese (PMI), la cui dotazione è stata ampliata; è stato consentito alla Cassa Depositi e Prestiti (CDP) di utilizzare la provvista derivante dal risparmio postale per erogare alle banche finanziamenti finalizzati alla concessione di prestiti alle PMI; il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha stipulato con l'Associazione Bancaria Italiana (ABI) e i rappresentanti delle imprese un accordo che consente di sospendere per dodici mesi il pagamento della quota capitale delle rate di rimborso dei prestiti; è stato varato un fondo chiuso con dotazione iniziale di un miliardo di euro, partecipato dalla CDP e da grandi banche, volto a fornire capitale alle PMI; l'ABI e le Associazioni dei Consumatori hanno siglato un'intesa che permette alle famiglie in difficoltà di sospendere il pagamento delle rate del mutuo per un periodo di almeno dodici mesi.

La disponibilità di prestiti trae infine beneficio dal miglioramento delle condizioni patrimoniali e di liquidità delle banche. Anche in questo campo le autorità hanno effettuato interventi di ampia portata⁴⁵. A livello internazionale, la Banca centrale europea, la Banca d'Italia e le altre banche centrali nazionali dell'area dell'euro hanno ampliato in misura eccezionale il sostegno alla liquidità delle banche mediante operazioni innovative per caratteristiche e scadenze; hanno avviato, la scorsa estate, un piano di acquisti di obbligazioni bancarie garantite emesse dagli intermediari dell'area. In Italia, dopo il fallimento di Lehman Brothers, il Governo è intervenuto a garanzia dei depositi e delle passività bancarie e a sostegno della capitalizzazione degli intermediari; la Banca d'Italia è intervenuta a più riprese, attraverso misure a supporto della liquidità degli attivi bancari e promuovendo lo sviluppo di un mercato interbancario collateralizzato (MIC)⁴⁶. Durante le diverse fasi della crisi i maggiori gruppi bancari italiani hanno continuato a incrementare il capitale e le riserve attraverso molteplici interventi (aumenti di capitale sociale, patrimonializzazione dell'utile conseguito, emissione di titoli sottoscritti dal Ministero dell'economia e delle finanze, cessione di attività)⁴⁷; essi hanno inoltre ampliato il ricorso alle fonti di finanziamento più stabili (quali i depositi di famiglie e imprese e le obbligazioni a lungo termine) a scapito delle forme di finanziamento più volatili. In particolare, la contrazione delle posizioni nei confronti di banche estere riduce il rischio che difficoltà di intermediari in altri paesi si traducano in una restrizione dell'offerta di prestiti in Italia.

⁴⁵ Per un'analisi degli interventi a supporto del settore bancario nelle principali economie avanzate, cfr. Panetta *et al.* (2009b).

⁴⁶ Per una descrizione delle misure decise dal Governo e dalla Banca d'Italia, cfr. Banca d'Italia, Bollettino Economico numero 55, gennaio 2009.

⁴⁷ È aumentato soprattutto il *core tier 1 ratio*, ossia il coefficiente relativo alle componenti patrimoniali di maggior qualità; gli incrementi più consistenti si sono registrati per i gruppi che partivano da livelli più bassi.

Bibliografia

- Acemoglu, D. (2001), "Credit market imperfections and persistent unemployment", *European Economic Review*, 45, (4-6). 665-679.
- Albertazzi, U. e D.J. Marchetti (2010), "Credit Supply, Flight to Quality and Evergreening: An Analysis of Bank-Firm Relationships after Lehman", *Temi di discussione*, Banca d'Italia, n. 756, in corso di pubblicazione.
- Angelini P. e A. Generale (2008), "On the Evolution of Firm Size Distributions", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 98(1), pages 426-38, March.
- Angelini, P., R. Di Salvo e G. Ferri (1998), "Availability and cost of credit for small businesses: Customer relationships and credit cooperatives", *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 22(6-8), pages 925-954, August.
- Bassanetti, A., M. Cecioni, A. Nobili e G. Zevi (2009), "Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo", *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 46, luglio.
- BCE (2009a), "Monetary Policy and Loan Supply in the Euro Area", in *Bollettino Mensile*, ottobre, pp. 63-80.
- BCE (2009b), "Loans to the Non-Financial Private Sector over the Business Cycle in the Euro Area", in *Bollettino Mensile*, ottobre, Riquadro 1, pp. 18-21.
- Bernanke, B. e A. Blinder (1988), "Credit, Money, and Aggregate Demand", *American Economic Review*, No. 78, pp. 435-9.
- Bernanke, B.S., M. Gertler e S. Gilchrist (1996), "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, No. 1. (Feb., 1996), pp. 1-15.
- Bernanke, B.S. e C.S. Lown (1991), "The Credit Crunch", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991:2, pp. 205-39.
- Bonaccorsi di Patti, E., E. Gaiotti e F. Lotti (2003), "Rallentamento degli impieghi e condizioni del mercato del credito: una rassegna degli indicatori", *mimeo*, Banca d'Italia.
- Buttiglione, L. e G. Ferri (1994), "Monetary Policy Transmission via Lending Rates in Italy: Any Lesson from Recent Experience?", *Temi di Discussione*, Banca d'Italia, n. 224.
- Caivano, M., L. Rodano e S. Siviero (2010), "La trasmissione della crisi all'economia italiana. Un'indagine controfattuale, 2007-2010", Banca d'Italia, in corso di pubblicazione.
- Calza, A., C. Gartner e J. Sousa (2003), "Modelling the Demand for Loans to the Private Sector in the Euro Area", *Applied Economics*, Vol. 35(1), pp. 107-117.
- Casolaro L., e L. Gambacorta (2005), "Un modello econometrico per il credito bancario alle famiglie in Italia", *Moneta e Credito*, marzo.
- Casolaro L., G. Eramo e L. Gambacorta (2006), "Un modello econometrico per il credito bancario alle imprese in Italia", *Moneta e Credito*, giugno.
- Del Giovane, P., G. Eramo e A. Nobili (2010), "Disentangling demand and supply in credit developments: A survey-based analysis for Italy", Banca d'Italia, in corso di pubblicazione.
- Di Giulio, D. (2009), "Finanziamenti bancari al settore produttivo : Credit crunch o extra-credito?", *Temi di Economia e Finanza*, n. 1, ABI, Centro Studi e Ricerche, novembre.
- Dromel, N., E. Kolakez ed E. Lehmann (2009), "Credit Constraints and the Persistence of Unemployment", *Documents de Travail du Centre d'Economie de la Sorbonne*, n. 32.

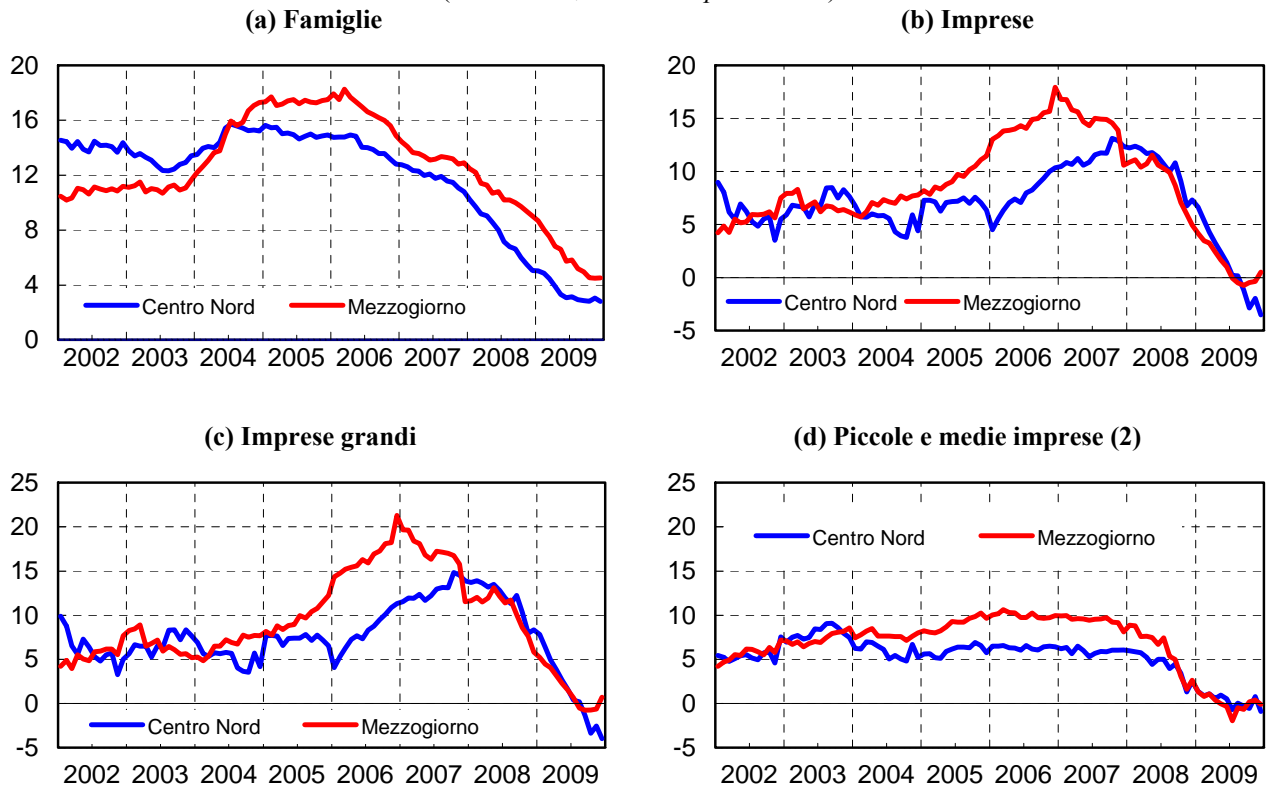
- Fair, R. e D. Jaffee (1972), “Methods of Estimation for Markets in Disequilibrium”, *Econometrica*, Vol. 40, No. 3, maggio, pp. 497-514.
- Freixas, J. e J.C. Rochet (1997), *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, ottobre.
- International Monetary Fund (2009), “From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?” *World Economic Outlook*, Capitolo 3.
- ISAE (2010), “Le imprese italiane e l’accesso al mercato del credito”, *Nota Mensile*, gennaio.
- Kannan, Prakash (2009), “Credit Conditions and Recoveries from Recessions Associated with Financial Crises”, mimeo.
- Kok Sørensen C., D. Marqués Ibáñez e C. Rossi (2009), “Modelling loans to non-financial corporations in the euro area”, *Working Paper Series 989*, European Central Bank.
- Panetta F. (2002), “I riflessi del ciclo economico sull’attività bancaria”, in Quaderni dell’Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, n. 198, marzo.
- Panetta F. (coordinatore), R. Sabbatini, F. Zollino, M.L. Bianchi, M. Bofondi, F. Borselli, G. Bulligan, A. Buoncompagni, M. Cappabianca, L. Carpinelli, A. Chiabrera, F. Columba, G. de Blasio, A. D’Ignazio, C. Fabrizi, C. Gola e F.M. Signoretti (2009a), “L’andamento del mercato immobiliare italiano e i riflessi sul sistema finanziario”, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d’Italia, n. 59, dicembre.
- Panetta F., T. Faeh, G. Grande, C. Ho, M. King, A. Levy, F.M. Signoretti, M. Taboga e Andrea Zaghini (2009b), “An assessment of financial sector rescue programmes”, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d’Italia, n. 47, luglio.
- Paolazzi L. e C. Rapacciuolo (2009), “C’è credit crunch in Eurolandia e Italia?”, Nota dal C.S.C, numero 09-4, Confindustria, novembre.
- Stiglitz, J.E. e A. Weiss (1981), “Credit rationing in markets with incomplete information”, *American Economic Review*, 71(3):393–410.
- Wasmer, E. e P. Weil (2004), “The macroeconomics of labour and credit market imperfections”, *American Economic Review*, 94, 944-963.

Appendice grafica

Figura A1

Prestiti bancari al settore privato per area geografica (1)

(dati mensili; variazioni percentuali)



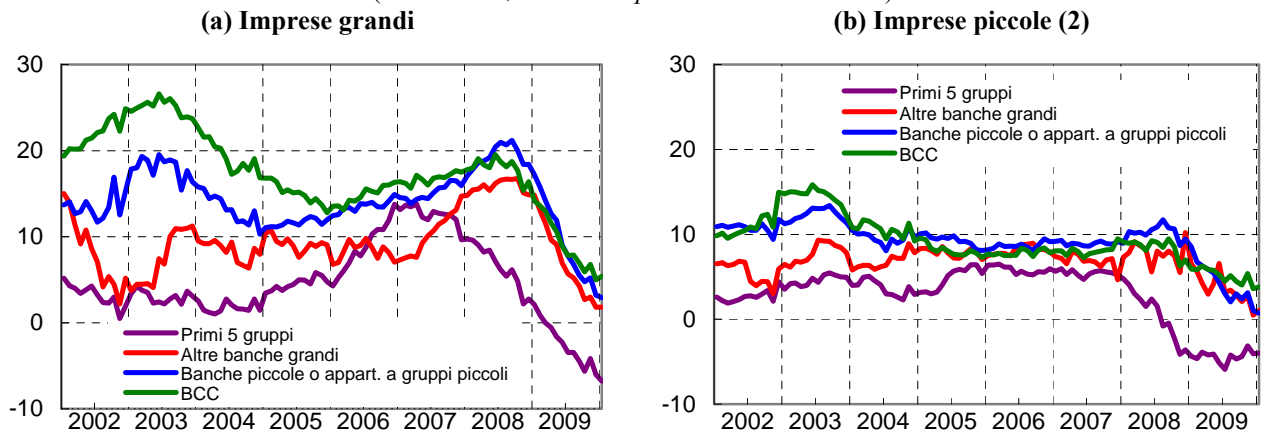
Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Escludono i pronti-termine, le sofferenze e voci di minor rilievo incluse nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni sono al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono una stima di quelli cartolarizzati. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

Figura A2

Prestiti bancari per dimensione di banca e impresa (1)

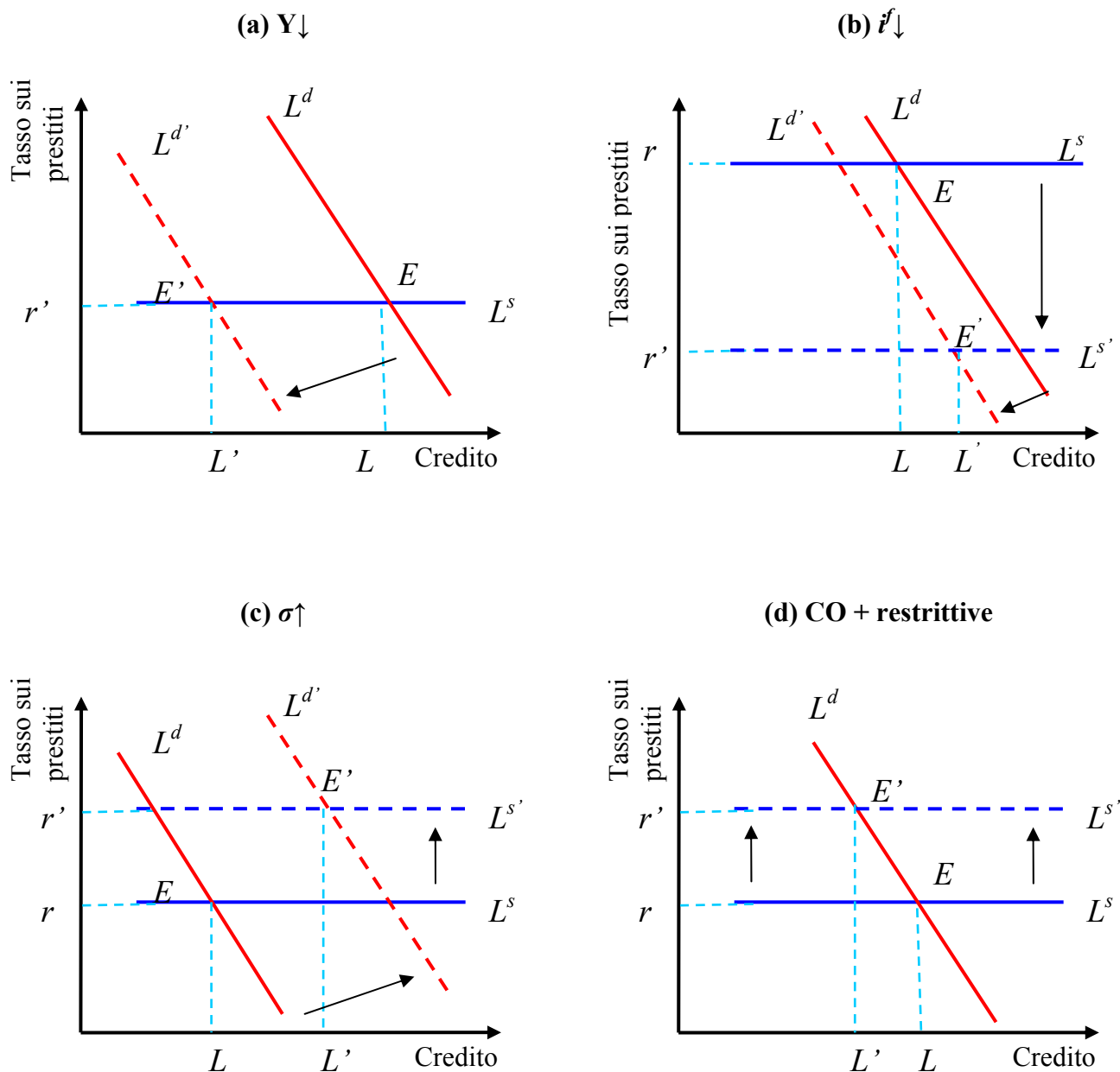
(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia.

(1) Escludono i pronti-termine, le sofferenze e voci di minor rilievo incluse nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni sono al netto di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti includono una stima di quelli cartolarizzati. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

Variazioni della domanda e dell'offerta di credito (1)

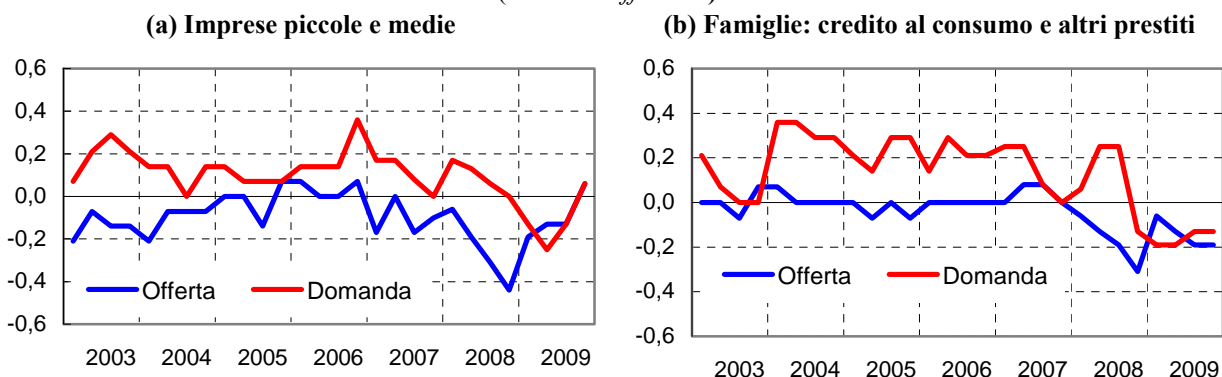


(1) La curva di domanda L^d è definita dall'equazione: $L^d = d(r, i^+, Y^+)$; la curva di offerta L^s dall'equazione: $r = i^f + s(\sigma, CO)$, dove r è il tasso sui prestiti bancari; i^f è il costo dei finanziamenti alternativi al credito bancario, pari alla somma del tasso privo di rischio i^f e del premio per il rischio σ ; CO è una variabile che indica le condizioni dell'offerta.

Figura A4

Bank Lending Survey: domanda e offerta di prestiti (1)

(Indici di diffusione)



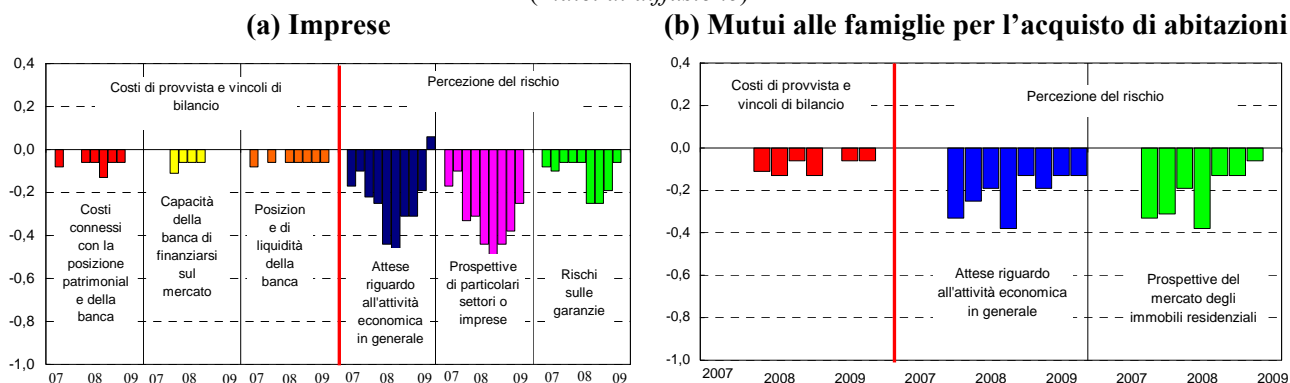
Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro.

(1) Valori negativi indicano una restrizione dell'offerta o una diminuzione della domanda rispetto al trimestre precedente. Gli indici di diffusione sono costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole allentamento, 0,5=moderato allentamento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato irrigidimento, -1=notevole irrigidimento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1.

Figura A5

Bank Lending Survey: fattori alla base dell'andamento dell'offerta (1)

(Indici di diffusione)



Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro.

(1) Valori negativi indicano che il fattore ha contribuito a una restrizione dell'offerta rispetto al trimestre precedente. Gli indici di diffusione sono costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: per l'offerta, 1=notevole allentamento, 0,5=moderato allentamento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato irrigidimento, -1=notevole irrigidimento; per la domanda, 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1.