

ALLEGATO 4

Tra crisi finanziaria, debiti sovrani e *deleveraging*: l'impatto sull'attività creditizia delle banche

Le problematiche legate al finanziamento delle attività delle imprese risiedono nei fallimenti del mercato derivanti dall'asimmetria informativa tra prestatore e prestatore di fondi, sia sotto forma di selezione avversa che di azzardo morale.¹ La letteratura economica nel campo è ampia (es. Freixas e Rochet, 2008) e gli studi incentrati sulle PMI hanno evidenziato come per quest'ultime tali problemi siano esacerbati da alcune peculiarità che le caratterizzano quali la minor trasparenza (es. bilanci semplificati), il minor peso di elementi come la reputazione etc. (Berger e Udell, 1998).

Generalmente, pratiche di *relationship lending* emergono come soluzione, parziale, delle criticità derivanti dalle asimmetrie informative, con esiti ambigui dal punto di vista dei tassi di interesse praticati connessi con il potere contrattuale acquisito dai prestatori rispetto ai prenditori (Freixas e Rochet, 2008).

Un secondo contributo alla mitigazione degli effetti derivanti dalle asimmetrie informative è costituito dalla possibilità di offrire garanzie collaterali adeguate al prestatore (es. Bester, 1985; Sharpe, 1990). Si noti come le PMI siano tuttavia tradizionalmente meno capaci di ricorrere a tale tipo di strumento.²

Inoltre, in relazione alla ciclicità del mercato del credito la letteratura ha evidenziato numerosi meccanismi (es. Kiyotaki e Moore, 1997; Bernanke et al., 1999; Adrian e Shin, 2010) che contribuiscono, data la loro pro-ciclicità, a irrigidire tale mercato durante le fasi negative del ciclo economico.³

L'irrigidimento nel mercato del credito alle imprese a seguito della crisi economico-finanziaria iniziata nel 2008,⁴ sia in termini di maggiori tassi di interesse e garanzie richiesti/e che in forma di vero e proprio razionamento operato dagli istituti di credito è ampiamente documentato (es. Banca d'Italia, 2013a, 2013b; Irpet e Unioncamere, 2013).

Secondo quanto emerge dal Rapporto sull'economia toscana redatto da Banca d'Italia (2013b), la debolezza del mercato del credito a partire dall'inizio della crisi economico-finanziaria nel 2008 è dovuto sia a fattori di domanda che di offerta. Relativamente al primo aspetto, i fattori che hanno maggiormente contribuito risultano le minori necessità delle imprese per la realizzazione di investimenti e per operazioni di fusioni e acquisizioni. Un contributo positivo alla domanda di credito è invece venuto dal fabbisogno destinato a sostenere il capitale circolante (debole in realtà nell'ultimo anno) e alla ristrutturazione del debito (quest'ultima è una necessità che riveste un certo interesse qualora si pensi al sostegno all'emissione di strumenti a lunga scadenza).

Venendo alle condizioni dell'offerta, Banca d'Italia (2013a, b) individua l'irrigidimento, in particolare dopo l'inizio della crisi dei debiti sovrani nel 2011, principalmente nell'applicazione di maggiori tassi di interesse (in particolare per le posizioni più rischiose). Un contributo minore e in diminuzione, ma pur sempre positivo è venuto dal razionamento (molto elevato nel 2008 e nel 2011), dalle garanzie richieste e dal *rating* minimo.

Dal punto di vista settoriale, l'indebolimento (irrigidimento) maggiore della domanda (offerta) ha riguardato, come facilmente ipotizzabile, il settore delle costruzioni. Non risultano sostanziali differenze invece tra servizi e manifattura.

¹ Il problema di selezione avversa concerne la difficoltà di riconoscere *ex ante* il merito di credito del potenziale prestatore; l'azzardo morale ha invece a che fare con l'incapacità del prestatore di fondi di monitorare adeguatamente l'esito del progetto finanziato *ex post*.

² Da qui il significativo ruolo svolto dal sistema dei confidi per le PMI nell'ampliare e facilitare l'accesso al credito e nel ridurre i tassi di interesse, attraverso l'apposizione di garanzie collaterali a seguito di un processo di *screening* non più demandato alla sola banca erogatrice del prestito, alla quale è inoltre consentito un maggiore frazionamento del rischio (Caselli e Giordano, 2005).

³ Con riferimento alle pratiche di *relationship lending* durante le diverse fasi del ciclo, Bolton et al. (2013) presentano un modello in cui le banche impegnate in tali relazioni di credito praticano tassi di interesse più elevati durante le fase espansive e condizioni più favorevoli nei periodi di recessione rispetto alle banche impegnate in *transaction lending*. L'analisi empirica conferma quanto emerso nel modello teorico. Risultati simili sono ottenuti da Gambacorta e Mistrulli (2011) e Gobbi e Sette (2012).

⁴ Esiste una vasta letteratura riguardo agli effetti reali delle crisi finanziarie. In questa sede è sufficiente richiamare come le pesanti operazioni di *deleveraging* cui sono stati (e sono tutt'ora) costretti numerosi istituti finanziari (e non finanziari) a seguito della esplosione della crisi finanziaria hanno pesato negativamente – e sono destinate a pesare anche nel prossimo futuro – sulle possibilità di recupero di molte economie occidentali.

La debolezza del mercato del credito, unito ai minori volumi di affari generati, ha significato per le imprese una maggiore incidenza degli oneri finanziari rispetto al fatturato oltre alla minore liquidità disponibile (Irpel e Unioncamere, 2013).

Ancora, la fragilità finanziaria sembra essere stata decisiva a segnare il destino di alcune imprese promettenti durante il periodo 2007-2010 (Irpel e Unioncamere, 2013).

Uno spartiacque decisivo nella definizione dei rapporti tra finanza e imprese in Italia in generale, e in Toscana in particolare, è sicuramente costituito dalla esplosione della crisi dei debiti sovrani che ha coinvolto l'Italia a partire dal 2011. Recenti lavori (Zoli, 2013; Bofondi et al., 2013; Albertazzi et al., 2012; European Central Bank, 2012) riportano evidenze riguardo la trasmissione della crisi dei debiti sovrani al lato delle attività delle banche, con particolare riferimento a quelle di erogazione di credito alle imprese non finanziarie.

Di contro, le azioni di politica monetaria non convenzionale come le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (*3 years LTROS*) a favore delle banche messo in piedi a livello comunitario sembrano aver avuto effetti non soltanto attraverso l'allentamento della pressione sui titoli di Stato ma anche attraverso un maggior flusso di credito a famiglie e imprese sia considerando la quantità di prestiti concessi che le condizioni a cui questi sono stati erogati (Darracq-Paries e De Santis, 2013).⁵

Tuttavia, in una situazione critica dal punto di vista del ciclo economico, le PMI si sono dovute confrontare, da una parte, con un aumento degli spread applicati ai prestiti erogati; dall'altra, con una maggior incidenza del razionamento del credito. Interessante è, sempre a livello nazionale, l'aumento del ricorso al credito commerciale da parte delle PMI.

Infine, in una fase del ciclo caratterizzata da una domanda aggregata molto debole e dal perdurare delle operazioni di *deleveraging* da parte degli istituti finanziari, l'impatto dell'impianto regolamentare delineato da Basilea III sull'economia reale è stato oggetto di analisi a diversi livelli. Da una parte, abbiamo le analisi incentrate sulla quantificazione degli effetti – negativi – sulla crescita del Pil (es. Locarno, 2011); dall'altra, esercizi più puntuali sulla capacità della riforma di risolvere i problemi di pro-ciclicità derivanti dalla normativa precedente (es., Repullo e Saurina, 2011).

In estrema sintesi, i costi della nuova regolamentazione sono dovuti ai minori investimenti e alla minore occupazione prodotta a causa dei maggiori costi di finanziamento esterno per le imprese (in termini di maggiori tassi di interesse ma anche di razionamento del credito), e saranno tanto maggiori quando minore sarà il tasso di sostituibilità tra prestiti bancari e altre forme di finanziamento (Angelini et al., 2011). I benefici sono d'altra parte misurati nella capacità delle misure di ridurre la volatilità della crescita e di diminuire il rischio sistemico.

Quanto al primo aspetto, gli effetti in termini di output stimati (previsti) sono generalmente modesti e si trasmettono attraverso un aumento degli spread applicati dalle banche (es., MAG, 2011; 2010).

Maggiore dibattito c'è sulla stima dei benefici della nuova regolamentazione in termini di riduzione della probabilità di nuove crisi finanziarie. In particolare tali effetti sono superiori ai costi secondo MAG (2011; 2010). Tuttavia, secondo Repullo e Saurina (2011) la pro-ciclicità dei vincoli di riserva non è stata efficacemente affrontata dal nuovo impianto normativo. In particolare, siccome le deviazioni rispetto al trend del rapporto tra credito e PIL, le quali costituiscono il target su cui si basa l'anti-ciclicità dei requisiti di capitale, sono per molti paesi negativamente correlati con il tasso di crescita del PIL, gli istituti finanziari sono sottoposti a vincoli più (meno) stringenti nelle fasi negative (positive) del ciclo economico.

⁵ Si veda anche Cecioni et al. (2011). Si noti come, dato il progressivo frazionamento dei mercati finanziari a livello comunitario, segnalato tra gli altri dalla Banca Centrale Europea (es., European Central Bank, 2012), da un lato costituisca una delle ragioni dell'adozione di azioni di politica monetaria non convenzionale (in modo da riattivare i cosiddetti "canali di trasmissione"); dall'altro rappresenti invece un elemento da tenere in considerazione quando si va a misurare l'impatto stesso di tali misure, il quale potrebbe essere molto eterogeneo nei diversi paesi che compongono l'area euro.